

Cand.merc.aud.-studiet

Aalborg Universitet

Kandidatafhandling

Værdiansættelse af investeringsejendomme



En vurdering af hvilken værdiansættelsesmodel der er den optimale til måling af dagsværdien på investeringsejendomme, således den eksterne årsrapport giver et retvisende billede af investerings- ejendommens værdi og løbende værdireguleringer, herunder ligeledes en vurdering af hvilken værdiansættelsesmodel der mest effektivt tager højde for økonomiske konjunkturudsving i samfundet

Forfatter: Palle Hollensen

Vejleder: René Winther Pedersen

Oktober 2011

Indholdsfortegnelse

1 Forord	4
2 Summary	5
3 Indledning	9
3.1 Idégrundlag	10
4 Problemformulering	12
4.1 Fortolkning af problemformulering	12
5 Metodevalg	14
5.1 Specialets struktur	14
6 Afgrænsninger	17
7 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	20
7.1 Indregning	20
7.1.1 Indregning, regnskabsvejledning 10.....	20
7.1.2 Indregning, regnskabsvejledning 16.....	21
7.1.3 Sammenholdelse med IAS 40	22
7.2 Måling	23
7.2.1 Rammebestemmelserne i årsrapporten.....	23
7.2.2 ÅRL § 38.....	26
7.2.3 Regnskabsmæssig problemstilling på koncernniveau med tilvalg af dagsværdi.....	27
7.2.4 Måling efter regnskabsvejledning 10	28
7.2.5 Måling efter regnskabsvejledning 16	34
7.2.6 Sammenholdelse med IAS 40	38
7.3 Præsentation	40
7.3.1 Præsentation efter regnskabsvejledning 10	40
7.3.2 Præsentation efter regnskabsvejledning 16	43
7.3.3 Sammenholdelse med IAS 40	47

8 Regnskabsmæssige begrebsramme og det retvisende billede	49
8.1 Problemstillinger omkring opfyldelse af det retvisende billede	49
8.2 Formål, opbygning og indhold i henhold til begrebsrammen	50
8.2.1. Begrebsrammens formål	50
8.2.2 Begrebsrammens opbygning og indhold	50
8.3 Kriterier for retvisende billede ved måling af investeringsejendomme	57
8.3.1 Vurdering af kostpris i forhold til det retvisende billede.....	58
8.3.2 Kriterier for dagsværdimodeller	59
9 Værdiansættelse af investeringsejendomme	64
9.1 Beskrivelse af normalindtjeningsmodellen	65
9.1.1 Normalindtjeningsmodellens 3 faser	65
9.1.2 Praktisk eksempel ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen.....	77
9.1.3 Vurdering af normalindtjeningsmodellen.....	78
9.2 Beskrivelse af Discounted cash flow modellen (DCF).....	81
9.2.1 Trin 1: Bestemmelse af pengestrømmen i budgetperioden	82
9.2.2 Trin 2: Fastlæggelse af diskonteringsfaktor (afkastkrav)	86
9.2.3 Trin 3: Tilbagediskontering af pengestrømmen fra budgetperioden til i dag	92
9.2.4 Trin 4: Bestemmelse af terminalværdien	92
9.2.6 Trin 5: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag	94
9.2.7 Trin 6: Bestemmelse af investeringsejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier ..	94
9.2.8 Praktisk eksempel ved anvendelse af DCF-modellen	96
9.2.9 Vurdering af DCF-modellen	97
9.3 Sammenholdelse af værdiansættelsesmodeller	102
10 Fokus på værdiansættelsesmodellerne i et samfund med økonomiske konjunkturudsving ...	107
11 Konklusion.....	110
12 Litteraturliste	115
13 Bilag.....	117
13.1 Prisindeks for ejendomssalg (2006=100) efter ejendomskategori og tid	117
13.2 Interview med Nybolig Erhverv, Aalborg (Mattias Manstrup).....	119

1 Forord

Dette speciale er udarbejdet som en del af min uddannelse på cand.merc.aud.-studiet på Aalborg Universitet. Specialet er udarbejdet ud fra en selvvalgt opgaveformulering.

Specialet er ifølge studieordningen defineret som: ”en større og selvstændig afhandling af relevans for en statsautoriserede revisors virke”. Specialet har til formål at demonstrere de studerendes færdigheder i at anvende videnskabelige teorier og metoder under arbejdet med et afgrænset fagligt emne.

Målgruppen for dette speciale er specialets censor og vejleder på Aalborg Universitet. Herudover er målet, at specialet kan anvendes som et værktøj og en rettesnor for interesserede i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder særligt værdiansættelse af investeringsejendomme.

Aabybro den 11. oktober 2011

Palle Hollensen

2 Summary

The purpose of this Chapter is to provide a summary of this thesis, its basis, discussions and conclusions.

In the financial world of today, we see an increased focus on the real values in companies' accounts. This development has given the preparation of annual reports a relatively new dimension; that is, fair value principle. In Denmark, this principle was introduced at the end of the 1990s.

In connection with the preparation of annual reports, the use of the fair value principle has become increasingly widespread, especially in relation to the valuation of investment properties. The reason that the fair value principle has become this widespread in relation to the preparation of annual reports is the need to be able to meet the omnibus clause on the true and fair view of investments in the annual report for companies within the investment-property market.

As in many other situations concerning the accounts, the fair value principle encompasses certain accounting estimates. This has consequently opened up for several more or less accurate valuation models. Therefore, it has been attempted in recent years to standardise and improve the use of models within the field in order to provide increased transparency to readers and users of accounts. This task has not yet been completed, however, which means that issues concerning the valuation of investment properties during the presentation of external annual reports still occur.

Taking my point of departure in my position as Controller, I have chosen to investigate the topic valuation of investment properties, as properties constitute a major part of my daily work, and as the topic "fair value valuation of investment properties" is of great interest to me.

This has led to the following research question which will be dealt with in this thesis:

An assessment of which valuation model is optimum for the valuation of fair value of investment properties, allowing the external annual report to provide a true and fair view of the value of the investment properties and ongoing valuation adjustments, also including an assessment of which valuation model most efficiently allows for economic fluctuations in society.

Summary

Chapter 7 of this thesis contains a review of accounting conventions concerning the factoring in, valuation and presentation of tangible fixed assets in annual reports, including investment properties.

The Danish Financial Statements Act states that the first measurement of investment properties must count it in according to the cost price principle. At ensuing measurements, using fair value for the measurement of investment properties is an option. Contrary to this, the Danish accounts regulations state that investment properties must be measured according to the fair value principle if investment is the company's main activity. Fair value of investment properties can be valued on the basis of different models. These models will be reviewed and discussed in Chapter 9.

In addition to this, in Chapter 8 I have analysed the conceptual framework that is the basis of Danish accounting conventions. The purpose of this analysis is to attempt to determine what criteria need to be met in connection with the measurement of fair value of investment properties, in order to provide a true and fair view of the fair value principle in the annual reports.

The conclusion of the analysis is that I do not see the cost price principle as being an option for achieving the true and fair view in the annual report, as it does not provide sufficient basis for such a true and fair view. Further argument for this statement can be found in Chapter 8. Therefore, I continue my thesis with an attempt to determine the main criteria that need to be met when using a method for the measurement of the fair value of an investment property.

As earlier stated, I will in Chapter 9 analyse alternative models for achieving the fair value of investment properties. In Denmark, companies use two different models for the valuation of investment properties. The first model is the return-based model [known in Danish as the 'normalindtjeningsmodel'], and the second is the discounted case flow model. Both models must be used for making up the fair value of one property at a time.

The return-based model contains three phases that need to be taken into account in order to reach the fair value of a property. The first phase takes its point of departure in an expected budget for the coming year for the property, which results in a normalised return. The second phase concerns determining the required rate of return that the return needs to be discounted with in order to reach

Summary

the market value prior to regulation of other circumstances. The required rate of return is based on a number of factors that need to be estimated. These factors include inflation and the individual characteristics of the property. The third phase concerns other circumstances that need to be either deducted or added in order to reach the final market value of the property. Examples of other circumstances may be postponement of maintenance or expenses for decorating unoccupied rooms that need to be deducted from the market value. The final market value represents the calculated fair value of investment properties that must be included the annual report.

The DCF model is based on a budget period that makes up the property's free cash flow for each year for a period of up to 10 years. Following this, the terminal period will be estimated. This is the period following the budget period, during which the stabilised free cash flow is estimated. In addition, a discount factor must be estimated, the assessment of which is very similar to the estimation of the required rate of return, apart from the fact that the discount factor includes inflation, also known as weighted average capital cost – WACC. In order to find the correct terminal value, this needs to be discounted with the discount factor minus inflation. Next, the estimated free cash flow and the terminal value must be discounted to present values, whereupon these values must be accumulated in order to reach the total fair value of the investment property.

There are pros and cons to both models, and it is up to each company to decide which model will be the most valuable model for estimating the fair value of their properties. The company needs to choose the model that will provide the largest use-value for the users of the accounts, considering use > cost, and at the same time, the model needs to live up to the true and fair view of the fair value of the investment property. The DCF model is without a doubt more resource demanding than the return-based model, but it is also more flexible as it is capable of incorporating more circumstances.

The choice of valuation model depends on the kind of properties each company owns. The DCF model is more useful in connection with calculating the fair value of properties under development, where extraordinary cash flows may occur during the budget period. The return-based model, on the other hand, is more useful for calculating the fair value of stabilised properties, as this model only takes into account normalised returns.

Summary

With a focus on the financial crisis, my assessment is that both models to varying degrees take into account the challenges that the crisis has caused. However, I am convinced that the DCF model is better for handling these challenges, as the model is far more flexible than the return-based model. This theme will be further dealt with in Chapter 10.

As described earlier, I concluded that the cost price method cannot be utilised for the valuation of investment properties in the annual report when taking into account the true and fair view.

Therefore, companies owning investment properties must use the fair value method for calculating the true and fair view. Each company must therefore choose whether they want to utilise the DCF model, the return-based model or a combination of the two, depending on the company's property portfolio, for calculating the fair value. The company must choose the model or combination of models that to the largest extent provides the largest use value as well as provides the fulfilment of the true and fair view in the annual report.

3 Indledning

Udviklingen i ejendomsmarkedet har fra midt af 90'erne og frem til i dag været stor. For at give et billede af, hvor markant udviklingen har været, kan det nævnes, at sommerhuse er steget næsten 500 % fra priserne var lavest i 2. kvartal 1993 til højdepunktet 3. kvartal 2006. Enfamiliehuse er steget over 350 % i perioden 2. kvartal 2003 til 3. kvartal 2007.

Udvikling har ikke kun været markant opadgående på privat helårsboliger og fritidshuse. Der har også været en stor udvikling på de erhvervsmæssige ejendomme. Eksempelvis er rene forretningsejendomme steget med over 320 % i perioden 2. kvartal 1994 til 1. kvartal 2008, og fabriks- og lagerejendomme er fra 3. kvartal 1996 til 2. kvartal 2008 steget næsten 210 %¹ og ².

I dag er priserne på ejendomme faldet kraftigt i forhold til, da priserne var på det højeste. Grunden til faldet kan findes i den globale finanskrisen, som generelt har ramt stort set alle brancher. Dette har selvsagt også ramt ejendomsbranchen, og har fået ejendomsmarkedet til at gå næsten helt i stå siden andet halvår 2008. Samtidig fik finanskrisen også de tidligere ellers så udlånsglade pengeinstitutter og realkreditforeninger til at stramme voldsomt op på deres udlåns politikker, og de blev derved mindre villige til at udlåne penge og forlænge kreditter. Det gav udslag i at flere ejendomsselskaber blevet ramt af store økonomiske vanskeligheder, som har betydet, at flere ejendomsselskaber gik i betalingsstandsning og efterfølgende begæret konkurs.

Samtidig har mange af de hårdt økonomiske trængte ejendomsselskaber været nødsaget til at sælge ejendomme på opfordring af pengeinstitutterne, hvilket har udmøntet sig i forhastet ejendomshandler. Det har været en medvirkende årsag til, at prisniveau faldt drastisk i forbindelse med finanskrisen.

Tendens med faldende eller stagnerende ejendomspriser er så småt ved at være overstået. Der er så småt set begyndende stigninger i ejendomspriserne, men sandsynligheden for at det kommer til at gå lige så hurtigt, som det gjorde før finanskrisen, vurderes til at være minimal. Samtidig har pengeinstitutter og kreditforeninger stadig en meget stram udlåns politik, som er med til at holde

¹ Kilde: <http://www.statistikbanken.dk/EJENS> (statistik overprisindeks for ejendomssalg efter ejendoms kategorier)

² Se bilag 1: Prisudviklingen på ejendomsmarkedet i perioden 1. kvartal 1992 til 3. kvartal 2010. Procent-tallene er udregnet ved det højeste prisindeks imod det laveste prisindeks i perioden.

stigningen på ejendomsmarkedet på et minimalt niveau. Der vil derfor i den kommende tid være en tilvendingsperiode, hvor ejendomsselskaberne skal tilvende sig den nuværende situation. Det vil også være med til at holde aktivitetsniveauet nede på ejendomsmarkedet.

3.1 Idégrundlag

Efter at priserne på ejendomsmarkedet har været igennem en kraftig stigning med toppen i 2008, og så den efterfølgende globale finanskrisen med stærkt faldende priser, er man i dagen mere end nogensinde fokuseret på værdier, hvad angår økonomi og regnskaber. Denne trend har dog udviklet sig over en længere årrække. Det har naturligvis været medvirkende til, at man har indført dagsværdibegrebet i den danske regnskabspraksis. Dette er dog stadig et forholdsvis nyt begreb i dansk regnskabspraksis, da det kun har været i de danske regnskabsreguleringer siden slutningen af 1990'erne.

Formålet med dagsværdibegrebet er, at det skal være med til at synliggøre mere reelle værdier i forhold til det tidligere anvendte kostprisbegreb. Det store spørgsmål er bare, hvordan finder man frem til den korrekte dagsværdi af et aktiv? Dette er et meget svært spørgsmål at finde et svar på. Man kan spørge sig selv, er der overhovedet et korrekt svar på dette spørgsmål. Svaret er højst sandsynligt "nej", men der forefindes modeller, som kan være med til at komme nærmere en reel dagsværdi af et aktiv. For en reel markedsværdi finder man først, den dag ejendommen bliver solgt.

Investeringsejendomme er en af mange regnskabsposter, der kan være påvirket af dagsværdibegrebet. Formålet med dette begreb er naturligvis, at man med en værdibaseret tankegang vil vise de løbende regnskabsmæssige værditilvækster, virksomhederne genererer gennem deres investeringer.

Som i så mange andre regnskabsmæssige situationer indeholder dagsværdibegrebet visse regnskabsmæssige skøn. Dette har derfor givet muligheden for mange mere eller mindre retvisende værdiansættelsesmodeller. Derfor har man gennem de senere år forsøgt at ensrette og forbedre modelanvendelsen i branchen, for herigennem at udvise større gennemsigtighed for regnskabslæsere og regnskabsbrugere. Man er dog ikke helt nået til vejs ende endnu, hvilket betyder, at der stadig opstår problemstillinger omkring værdiansættelse af investeringsejendomme ved aflæggelse af den eksterne årsrapport.

Indledning

Med udgangspunkt i mit job som Controller har jeg valgt at behandle emnet værdiansættelse af investeringsejendomme, da ejendomme er en stor del af mit arbejdsområde, og fordi emnet ”dagsværdiansættelse af investeringsejendomme” har min store interesse.

4 Problemformulering

Med udgangspunkt i ovenstående indledning og idégrundlag samt en nærmere drøftelse med min tilknyttede vejleder, har jeg formuleret nedenstående problemformulering, der uddybes gennem efterfølgende fortolkning af problemformulering.

Problemformulering lyder således:

En vurdering af hvilken værdiansættelsesmodel der er den optimale til måling af dagsværdien på investeringsejendomme, således den eksterne årsrapport giver et retvisende billede af investeringsejendommenes værdi og løbende værdireguleringer, herunder ligeledes en vurdering af hvilken værdiansættelsesmodel der mest effektivt tager højde for økonomiske konjunkturudsving i samfundet.

4.1 Fortolkning af problemformulering

Ovenstående problemformulering skal danne grundlag for denne afhandling. Dette afsnit har til formål at konkretisere min fortolkning af problemformuleringens ordlyd og indhold.

Formålet med ovenstående problemformulering er at belyse, hvilken værdiansættelsesmodel er den optimale til at måle værdien af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport. Den mest anvendte værdiansættelsesmodel er normalindtjeningsmodellen i den danske regnskabspraksis.

Opgaven er at finde ud af, om normalindtjeningsmodellen er den optimale værdiansættelsesmodel, eller om der kunne være alternative modeller, som kunne være mere retvisende at anvende til indregning, måling, og præsentation af dagsværdien på investeringsejendomme.

For at sikre mig at de alternative værdiansættelsesmodeller opfylder årsregnskabslovens generalklausul om, at den eksterne årsrapport skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat, vil jeg som baggrund for dette foretage en analyse af den regnskabsmæssige begrebsramme for at definere, hvilke kriterier de alternative værdiansættelsesmodeller skal opfylde, for at de overholder generalklausulen.

Problemformulering

Analysedelen af værdiansættelsesmodellerne vil udgøre den primære analysedel i opgaven. Dette begrundes med, at analysen af værdiansættelsesmodellerne skal danne grundlag for en konklusion på, hvilken værdiansættelsesmodel, efter min vurdering, er den optimale model, og som bedst muligt afspejler et retvisende billede af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport.

For at sikre at besvarelsen af problemformuleringen bliver fyldestgørende, vil følgende processpørgsmål blive besvaret:

- Hvad er et materielt anlægsaktiv?
- Hvad er en investeringsejendom?
- Hvad er dagsværdi?
- Hvordan indregnes, måles og præsenteres investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten?
- Hvad er et retvisende billede i et regnskabsmæssigt henseende?
- Hvilke modeller findes der til værdiansættelse af investeringsejendomme, samt hvilke fordele og ulemper er der ved modellerne?
- Tager værdiansættelsesmodellerne højde for økonomiske høj- og lavkonjunktur perioder i samfundet (Finanskrisen)?

5 Metodevalg

Dette kapitel har det formål at beskrive fremgangsmåden til at komme fra problemformuleringen til konklusionen via de stillede processpørgsmål, samt at specialet har en overskuelig struktur. Der vil i kapitlet blive redegjort for specialets opbygning, samt valg af metoder til de enkelte kapitler.

5.1 Specialets struktur

Specialet er inddelt i 4 steps, som udgør de indledende kapitler, reguleringskapitler, analysekapitler og konkluderende kapitel.

Første step er de indledende kapitler, hvor læser introduceres for emnet i specialet, som efterfølgende præsenteres for specialets problemformulering. Endvidere er afgrænsningskapitlet med til at specialet kan give en konkret besvarelse af den stillede problemformulering. Afslutningsvis er der i metodekapitlet beskrevet specialets struktur.

Andet step vedrørende **regulering**, vil der med et teoretisk udgangspunkt i aktieselskabsloven, årsregnskabsloven, danske regnskabsstandarder samt internationale regnskabsstandarder blive belyst den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder indregning, måling og præsentation. Denne del af opgaven vil ikke direkte være med til at danne grundlag for konklusionen på specialets problemformulering, men denne skal være med til at redegøre for det grundlæggende ved den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Samtidig skal den give læser indsigt i de regnskabsmæssige problemstillinger, der kan være på området.

I disse kapitler vil følgende processpørgsmål blive besvaret:

- Hvad er et materielt anlægsaktiv?
- Hvad er en investeringsejendom?
- Hvad er dagsværdi?
- Hvordan indregnes, måles og præsenteres investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten?
- Hvad er et retvisende billede i et regnskabsmæssigt henseende?

Tredje step består af **redegørelse af værdiansættelsesmodeller og analyse af disse**, hvor der vil blive redegjort for, hvilke værdiansættelsesmodeller, som kan anvendes til at opgøre dagsværdi på investeringsejendomme. De enkelte modeller vil efterfølgende blive gennemgået, og der vil blive redegjort for fordele og ulemper ved modellerne. De mest anvendte værdiansættelsesmodeller, er de to afkastbaserede modeller normalindtjeningsmetoden og DCF-metoden. Alternativet til de afkastbaserede modeller er markedsprisniveauet, som er bygget på tidligere solgte investeringsejendomme i samme kategori. Efter gennemgang af en model vil den blive afprøvet i praksis.

Behandling og analysen af værdiansættelsesmodellerne vil sætte fokus på indhold og anvendelse af dagsværdimodeller.

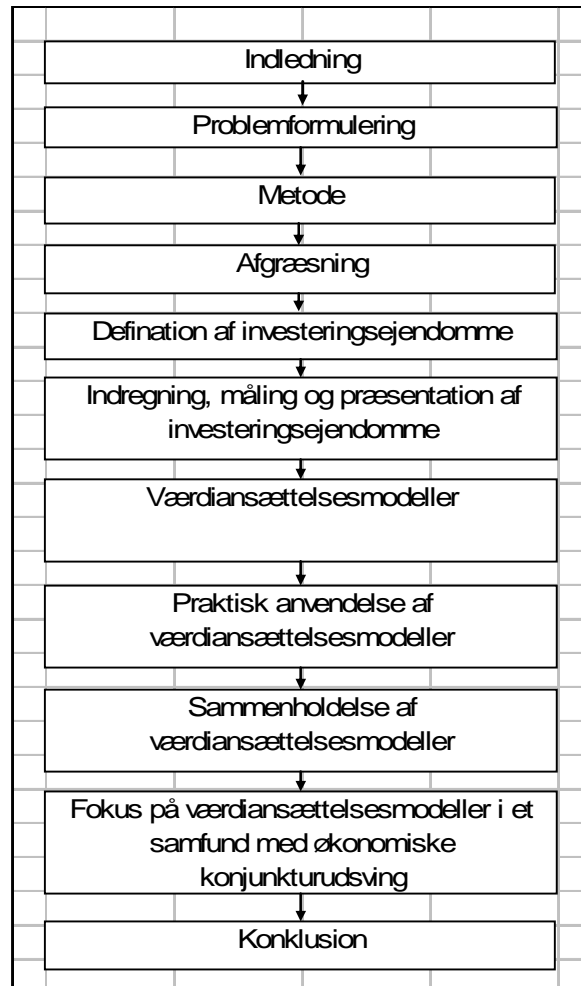
I disse kapitler vil følgende processpørgsmål blive besvaret:

- Hvilke modeller findes der til værdiansættelse af investeringsejendomme, samt hvilke fordele og ulemper er der ved modellerne?
- Tager værdiansættelsesmodellerne højde for økonomiske høj- og lavkonjunktur perioder i samfundet (Finanskrisen)?

Fjerde step er det konkluderende kapitel, der afslutter specialet med at konkludere på den stillede problemformulering og herunder processpørgsmålene.

Metodevalg

I nedenstående figur illustreres ovenstående beskrivelse af specialets struktur, for at give læser et overblik over specialets opbygning:



6 Afgrænsninger

Dette kapitel har til formål at afgrænse og definere de helt centrale elementer i specialet, for derved at give en konkret besvarelse på den stillede problemformulering. Samtidig har det til formål at begrænse specialets omfang.

Der vil i specialet blive anvendt faglige udtryk fra cand.merc.aud.-studiet, som der forventes kendskab til af læseren. Derfor vil der ikke blive præsenteret nærmere forklaring til disse faglige udtryk. Anvendes der helt specielle udtryk eller nævnes specielle organisationer, vil disse blive forklaret via en fodnote.

Tilgangsvinklen i specialet er både regnskabsudøvere og -brugere, hvor der fokuseres på de primære udøvere og brugere. Det findes derfor ikke relevant at redegøre for den teoretiske definition af regnskabsudøvere og – brugere, da det forudsættes, at læseren er bekendt med dette. Dette er også med til at begrænse omfanget af specialet.

Primære regnskabsudøvere og – brugere vil i specialet udgøre følgende:

- Virksomheder med porteføljer af investeringsejendomme
- Investorer
- Finansieringskilder, herunder pengeinstitutter og realkreditinstitutter
- Revisorer
- Ejendomsmæglere

Der er yderligere regnskabsbrugere af eksterne årsrapporter med ejendomsporteføljer, disse afgrænses der fra, da disse formentlig har særinteresse i årsrapporterne.

Specialets hovedtema er værdiansættelse af investeringsejendomme, hvorfor øvrige kategorier af ejendomme som domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførelse kun vil blive inddraget i forbindelse med afgrænsningen af investeringsejendomme.

Afgrænsninger

Alternativet til at besidde investeringsejendomme kan virksomheder vælge at lease disse. Af hensyn til specialets omfang afgrænses der fra at inddrage regnskabsmæssige problemstillinger, der kan være i forbindelse med operationel og finansiel leasing af investeringsejendomme.

Investeringsejendomme kan være blandet benyttede ejendomme bestående af både erhvervs- og beboelseslejemål. Der vil alt andet lige være forhold som forrentningskrav, risikovillighed, beliggenhed mv., som vægter forskelligt ved erhvervs- og beboelseslejemål. For at forenkle specialet vil der ikke blive behandlet blandede benyttede ejendomme. Der vil derfor udelukkende blive behandlet rene erhvervs- eller rene beboelsesejendomme.

Dette speciale vil tage udgangspunkt i dansk regnskabsregulering med løbende sammenholdelse til international regulering, hvor det findes relevant. I denne forbindelse vil omtale af international regnskabsregulering kun henvises til standarder udstedt af IASB. Der afgrænses dermed fra øvrig international regnskabsregulering som eksempelvis standarder udstedt af FASB.

Mere specifik vil der blive koncentreret om virksomheder, der er omfattet af ÅRL, og derved bl.a. afgrænses der fra finansielle virksomheder, forsikringselskaber, pensionskasser og statslige selskaber, der er underlagt Finanstilsynet, selvom disse virksomheder vurderes at indehave betragtelige ejendomsporteføljer.

Specialet er udarbejdet i faget eksternt regnskab på cand.merc.aud.-studiet, hvorfor der afgrænses fra alle skattemæssige og momsmæssige problemstillinger og konsekvenser ved køb, besiddelse og salg af investeringsejendomme. Der vil derfor også afgrænses fra nærmere redegørelse for den regnskabsmæssige behandling og opgørelse af udskudt skat af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport.

Der tages i specialet udgangspunkt i den på afleveringstidspunktet gældende årsregnskabslov. Skulle der komme lovforslag eller vedtagne lovændringer i perioden fra aflevering til mundtlig eksamination af specialet, som er relevant for specialet, kan dette blive inddraget og diskuteret ved den mundtlige eksamination.

Afgrænsninger

Specialet fokuserer på de udfordringer, der er i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Derfor fokuseres der på de problemstillinger, som opstår ved udarbejdelse af dagsværdiopgørelser. Der afgrænses derfor fra kostprismodellen og omvurderingsmodellen. Kostprismodellen inddrages kun i specialet, som en del af den grundlæggende beskrivelse af en investeringsejendom fra materielt anlægsaktiv (RVL 10) til investeringsejendom (RVL 16). Herunder inddrages kostprismodellen, når det vurderes hensigtsmæssigt for besvarelse af processpørgsmål.

Endvidere vil specialet ikke redegøre for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme ved omstrukturering eller salg af ejendomme. Derudover afgrænses der fra regnskabsmæssige problemstillinger i forbindelse med, at ejendomme skifter fra en ejendomstype til en anden. Der afgrænses fra praksisændringer i målemetoder, når der er overgang fra dagsværdi til kostpris, da det vurderes ikke have nogen direkte betydning for besvarelsen af problemformuleringen.

Som før nævnt har specialet fokus på regnskabsmæssige behandling og værdiansættelse af investeringsejendomme. Der vil derfor ikke særskilt blive behandlet regnskabsposter som lejeindtægter, ejendommens driftsomkostninger, finansielle omkostninger og tilhørende gældsforpligtelser. Disse regnskabsposter vil kun blive inddraget i specialet, når de indgår i en del af anvendelsen af værdiansættelsesmodellerne.

I specialet er der også fokus på, hvilken værdiansættelsesmodel der er mest effektiv i et samfund med økonomiske konjunkturudsving. I forbindelse med finanskrisen efterforskes en del sager med ejendomsselskaber for besvigelser i forhold til regnskabsmanipulation. Der afgrænses for disse sager, og derfor forudsættes det, at det ikke er regnskabsudøvernes formål at manipulere med værdiansættelse af investeringsejendomme, i forhold til den stillede problemformulering.

7 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Formålet med dette kapitel er, at give indblik i, hvordan man behandler investeringsejendomme regnskabsmæssigt. Der vil blive taget udgangspunkt i de grundlæggende bestemmelser i den danske reguleringsramme med reference til de internationale reguleringer. Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, mener jeg, er en naturlig del at have med, når man tager problemformuleringen i betragtning. Samtidig bidrager det til forståelsen af den senere analyse af værdiansættelsesmodellerne.

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme gennemgås med udgangspunkt i hovedpunkterne *indregning, måling og præsentation*. Disse 3 hovedpunkter behandles hver især efter ÅRL samt regnskabsvejledning 10 og regnskabsvejledning 16, samt til sidste en sammenholdelse med IAS 40. Der er ikke nogen større sammenholdelse med RVL 10 og IAS 16, da der hovedsageligt kigges på de danske regler for investeringsejendomme.

7.1 Indregning

Der tages udgangspunkt i rammebestemmelsen i ÅRL § 33 samt i RVL 10 vedrørende materielle anlægsaktiver og RVL 16 vedrørende investeringsejendomme. Samtidig kigges der på kriterier for indregning af en ejendom som investeringsejendom.

ÅRL § 33 siger, at et aktiv indregnes, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

7.1.1 Indregning, regnskabsvejledning 10

RVL 10 siger, at et materielt anlægsaktiv anskaffes med henblik på direkte eller indirekte at opnå fremtidige økonomisk fordele for virksomheden, samtidig anvendes det over flere år.

Anlægsaktivet indregnes i balancen og afskrives over en årrække, som man mener, at aktivet kan bidrag med økonomiske fordele. Dette er den bedste måde at periodisere anlægsaktivet.

Iflg. RVL 10, afsnit 21 indregnes et materielt anlægsaktiv i balancen på det tidspunkt, hvor fordele og risici overgår til virksomheden, og kostprisen kan måles pålideligt.

Indirekte kan materielle anlægsaktiver anskaffes pga. lovgivningsmæssige forhold, som gør, at det skal anskaffes, men som samtidig også er med til indirekte at give virksomheden fremtidige økonomiske fordele. Er dette tilfældet for et sådan anlægsaktiv, kan det indregnes i balancen.

7.1.2 Indregning, regnskabsvejledning 16

I RVL 16 fremgår det, at investeringsejendomme er en investering i grunde, bygninger, dele af bygninger eller både i grunde og bygninger. Dog omfatter RVL 16 ikke handelsejendomme, domicilejendomme og ejendomme under opførsel jf. RVL 16.5. Der lægges følgende kriterier til grunde for valg af ejendomstype, som bestemmer, hvordan de skal behandles regnskabsmæssigt efterfølgende:

Definition af ejendomstyper:

1 - Investeringsejendomme:

Investeringsejendomme er opkøbt med henblik på udlejning og/eller med ønske om fortjeneste ved salg (ejet over en længere periode)³. Som regel er tidshorisonten længere end 2-3 år. (Behandles efter RVL 16)

2 - Domicilejendomme:

Domicilejendomme er opkøbt med henblik på, at virksomheden skal drive erhverv i disse ejendomme. Det kan være til anvendelse som administration, produktion eller handel med varer eller tjenesteydelser⁴ (Behandles efter RVL 10)

3 - Handelsejendomme:

Det er ejendomme, som er opkøbt med henblik på videresalg efter en kort tidshorisont. Eller det er ejendomme, som er opkøbt henblik på ombygning og/eller renovering samt efterfølgende salg⁵. (Behandles efter RVL 8).

³ RVL 16.6

⁴ RVL 16.5.a

⁵ RVL 16.5.b

4 - Ejendomme under opførsel:

Ejendomme under opførsel tilhører en anden kategori af ejendomme, uanset ejendommens efterfølgende formål⁶. (Behandles efter RVL 10)

Iflg. RVL 16, afsnit 18 indregnes en investeringsejendom i balancen på det tidspunkt, hvor fordele og risici overgår til virksomheden.

Sammenligner man ÅRL § 33, RVL 10 og RVL 16 omkring begrebet ”indregning”, så er der stort set ikke nogen forskel:

- ÅRL § 33: Et aktiv skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt.
- RVL 10: Et materielt anlægsaktiv skal indregnes i balancen på det tidspunkt, hvor fordele og risici ved besiddelse af aktivet overgår til virksomheden, og kostprisen kan måles pålideligt.
- RVL 16: En investeringsejendom skal indregnes som aktiv på det tidspunkt, hvor fordele og risici ved besiddelse af investeringsejendomme overgår til virksomheden.

Som det ses, er det stort set kun ordlyden, der er til forskel, når der alene ses på, hvornår der skal ske indregning. Anvendelse af RVL 16 frem for RVL 10 kommer reelt først til udtryk, når ejendommen skal måles.

7.1.3 Sammenholdelse med IAS 40

Indregning af materielle anlægsaktiver og investeringsejendomme efter international regnskabsregulering følger samme opbygning som den danske regnskabsregulering.

Materielle anlægsaktiver indregnes efter IAS 16.7-14. Investeringsejendomme indregnes efter IAS 40.16-19. IAS 40 har de samme afgrænsninger som RVL 16, når der tages udgangspunkt i hvilke ejendomme, der kan betragtes som investeringsejendomme.

⁶ RVL 16.5.c

7.2 Måling

Dette afsnit har til formål at redegøre for, hvordan investeringsejendomme måles i den eksterne årsrapport ved første indregning og ved den efterfølgende måling. Der startes med at gennemgå rammebestemmelserne for ÅRL, for at komme frem til hvilke regler der kan og skal anvendes. Dernæst nogle indledende betragtninger omkring ÅRL § 38, og dens betydning for regnskabsudarbejdelsen. Endvidere vil der komme en mere teoretisk gennemgang af måling i henhold til RVL 10 og RVL 16, for til slut en sammenholdelse med IAS 40.

Der vil i dette afsnit ikke blive taget stilling til hvilke målemetoder, der anses for værende de mest retvisende. Dette vil blive diskuteret i kapitel 8.

7.2.1 Rammebestemmelserne i årsrapporten

I ÅRL § 36, § 38 og § 40-43 findes rammebestemmelserne til måling af investeringsejendomme, hvor RVL 10 og RVL 16 udfylder rammebestemmelserne.

I henhold til ÅRL § 36 måles aktiver på tidspunktet for første indregning til kostpris. Efterfølgende skal aktiver ligeledes måles til kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger.

Kostprisen for anlægsaktiver skal i henhold til ÅRL § 40 indeholde alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet kan tages i brug, eller som direkte kan henføres til aktivet. Dette giver mulighed for, at man kan aktivere finansieringsomkostning til en ejendom under opførelse, samt at handelsomkostninger kan aktiveres ved anskaffelsen af en ejendom. Aktivering af finansieringsomkostninger og handelsomkostninger vil komme til udtryk i resultatopgørelsen som løbende afskrivninger på ejendommen i stedet for direkte finansierings- og handelsomkostninger.

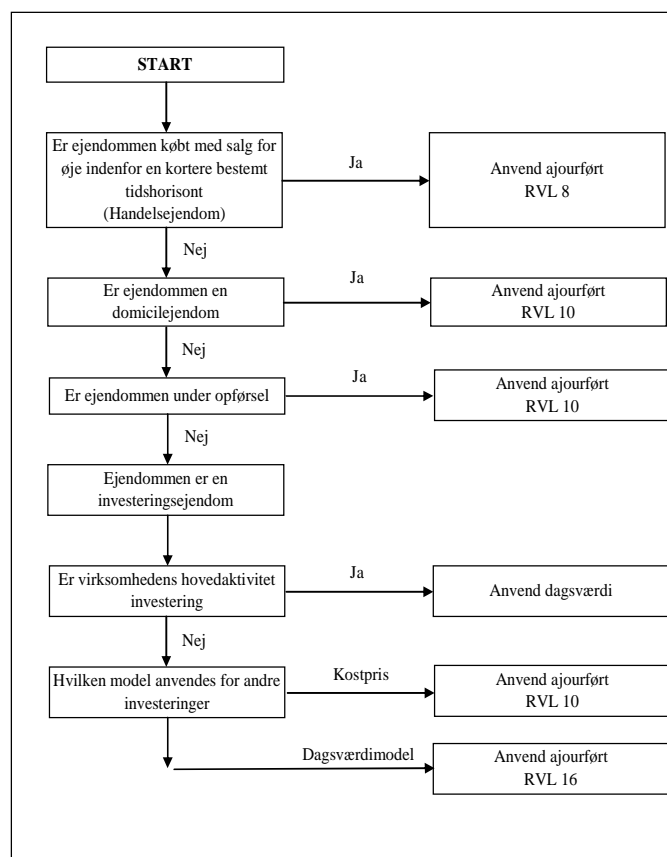
I henhold til ÅRL § 41 kan en virksomhed vælge at opskrive investeringsejendomme, hvis der har været en udvikling på ejendomsmarkedet, som gør dette muligt. Denne opskrivning skal bindes direkte på egenkapitalen under posten "Reserve for opskrivning". Opskrivning er en mulighed, modsat er nedskrivning af til lavere genindvindingsværdi til gengæld en pligt i henhold til ÅRL § 42. Hvis en investeringsejendoms genindvindingsværdi er lavere end, hvad investeringsejendommen står bogført til, er nedskrivning til genindvindingsværdi et krav. I modsætning til opskrivningen skal nedskrivningen resultatføres, medmindre der er tale om en

tilbageførsel af tidligere foretagne opskrivninger. Her skal der i stedet ske en modregning i opskrivningsreserven under egenkapitalen.

Aktiver med en forvente begrænset brugstid skal i henhold til ÅRL § 43 formindskes med afskrivninger, der tilsigter en løbende og systematisk afskrivning over deres brugstid. Afskrivninger skal beregnes under hensyntagen til aktivers forventede restværdi efter endt brugstid målt til værdien på tidspunktet for brugstidens begyndelse.

Ovennævnte rammebestemmelser udfyldes af RVL 10, som er udgangspunktet for regulering af materielle anlægsaktiver. Er investeringsaktiver derimod hovedaktivitet i virksomheden, er det RVL 16, som udfylder rammebestemmelserne i ÅRL § 38, som giver mulighed for tilvalg af dagsværdimetoden.

Nedenstående beslutningstræ illustrerer, hvilken vejledning der bør anvendes indenfor regnskabsreguleringen til udfyldelse af rammebestemmelsen. Beslutningstræet er baseret på regnskabsvejledningen, hvilket dermed betyder, at det ikke er i overensstemmelse med ÅRL, da ÅRL anser dagsværdimetoden som et tilvalg, hvorimod RVL 16 anser dagsværdimetoden som et krav.



Figur 7.1: Beslutningstræ til valg af relevant regnskabsregulering – baseret på RVL 16⁷

Ovenstående beslutningstræ viser de alternative vejledninger for indregning af tidligere nævnte ejendomsstyper. Handelsejendomme anses for at være en del af varebeholdningen, og behandles derfor efter RVL 8, som vedrører varebeholdninger, da den har salg for øje. Domicilejendomme og ejendomme under opførsel behandles efter RVL 10, som omhandler materielle anlægsaktiver. Domicilejendomme behandles efter RVL 10, da den direkte eller indirekte skal indgå i en produktion eller ved salg af tjenesteydelser for indehaveren af ejendommen. Ejendomme under opførsel tilhører også RVL 10, og det er som tidligere nævnte uanset ejendommens efterfølgende formål. Investeringsejendomme skal anvende dagsværdi, når hovedaktiviteten er investering. Det er ifølge RVL 16, at investeringsejendomme *skal* anvende dagsværdimetoden, hvorimod rammebestemmelserne sige, at de *kan* bruge dagsværdimetoden, som tidligere nævnt. Denne uoverensstemmelse vil blive behandlet i efterfølgende afsnit.

⁷ Frank Thinggaard - noter

7.2.2 ÅRL § 38

ÅRL § 38 stk. 1 siger, at virksomheder, der har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, det gælder også virksomheder med investeringsejendomme, har efter første indregning mulighed for at indregning løbende reguleringer, dvs. at anvende dagsværdi i henhold til ÅRL § 38 stk. 2. Det er dermed ifølge ÅRL § 38 en mulighed at anvende et andet alternativ end måling til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger. Det fremgår tydeligt af ÅRL § 38 stk. 1, at der skal være tale om at investeringsaktivitet skal være hovedaktivitet i virksomheden for anvendelse af ÅRL § 38.

Fondbrådet har gennem flere eksempler på offentliggjorte sager fastslået, at en virksomhed kun kan have én hovedaktivitet.⁸ I den forbindelse har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen lavet en opstramning af fortolkningen af årsregnskabsloven i relation til, hvornår der foreligger en hovedaktivitet. Har en virksomhed derfor 2 aktiviteter, den ene aktivitet bestående af f.eks. ejendomsadministration, og den anden aktivitet bestående af investeringsejendomme, er der derfor mere end en hovedaktivitet. Det har det udfald, at det ikke er muligt at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Det er derimod ikke noget problem at anvende dagsværdimetoden, hvis der er tale om flere forskellige investeringsobjekter, som eksempelvis råstoffer, værdipapirer og investeringsejendomme, da investeringsaktiviteten stadig vurderes til at være hovedaktiviteten.⁹

Vælges regulering til dagværdi efter ÅRL § 38 medfører det et tilvalg af RVL 16 til at udfylde rammebestemmelsen. Det har også den betydning, at virksomheder med anden hovedaktivitet end investeringsaktivitet skal anvende RVL 10 til at udfylde rammebestemmelsen, hvilket har den betydning at investeringsejendomme skal opføres til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger.

Det skal nævnes, at der er uoverensstemmelser mellem den danske regnskabsregulering og årsregnskabsloven. Læser man RVL 16.4 står der, *såfremt virksomhedens hovedaktivitet ikke er besiddelse af investeringsejendomme kan disse alternativt behandles i overensstemmelse med RVL 10 materielle anlægsaktiver*. Indirekte står altså, at virksomheder med investeringsejendomme som hovedaktivitet skal benytte regulering til dagsværdi. Hvorimod ÅRL § 38 siger, at man kan anvende dagsværdimetoden.

⁸ Fondbrådets afgørelse i 2. halvår af 2005 om indregning og måling af en koncerns ejendomme.

⁹ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 9

7.2.3 Regnskabsmæssig problemstilling på koncernniveau med tilvalg af dagsværdi¹⁰

På koncernniveau kan der opstå problemer i forbindelse med at have en fælles hovedaktivitet, som er et krav for at kan anvende dagsværdimetoden ved investeringsejendomme. I denne forbindelse er der nogle særlige problemer, som kan opstå i forbindelse med udarbejdelse af koncernregnskabet:

- Dattervirksomhedens hovedaktivitet er investering, men det er ikke koncernens hovedaktivitet.
- Dattervirksomhedens hovedaktivitet er investering, men dattervirksomheden udlejer ejendomme til en koncernforbundet virksomhed.
- Modervirksomhedens hovedaktivitet er investering, men det er ikke koncernens hovedaktivitet.

Problemet i første punkt er, at dattervirksomheden har investering som hovedaktivitet, og har mulighed for at måle investeringsejendomme til dagsværdi i henhold til ÅRL § 38. Dette er en ikke en mulighed for koncernen at måle ejendommene til dagsværdi, da investering ikke er koncernens hovedaktivitet.

I henhold til ÅRL § 119 skal der ved udarbejdelse af koncernregnskab være ensrettes regnskabspraksis, hvilket dermed betyder, at dattervirksomheden ikke kan anvende ÅRL § 38 samt RVL 16 til måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Derfor skal dattervirksomheden anvende koncernens regnskabspraksis, hvilket i de fleste tilfælde vil være måling til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger. I det tilfælde hvor dattervirksomhed og koncern anvender forskellige regnskabspraksis, kan det betyde ekstra arbejde i forbindelse til omregning fra dattervirksomhedens regnskabspraksis til koncernens regnskabspraksis ved konsolideringen.

Andet punkt er det tilfælde, hvor dattervirksomhed og koncernen har investeringsaktivitet, som samme hovedaktivitet. I denne forbindelse vil der som udgangspunkt ikke være nogen problemer i at anvende dagsværdimetode til måling af investeringsejendomme. Problemet opstår derimod, når der er det tilfælde, hvor dattervirksomheden udlejer investeringsejendomme internt i koncernen. I denne situation betragtes disse investeringsejendomme som domicilejendomme på koncernniveau,

¹⁰ KMPG – Ejendom & entreprise – Investeringsejendomme – side 10

og dermed skal disse investeringsejendomme omregnes til kostpris med fradrag af systematisk akkumulerede afskrivninger på koncernniveau, som er regnskabspraksis for domicilejendomme.

Tredje punkt er, hvor modervirksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, men hvor dette ikke er tilfældet i koncernen. Derfor skal investeringsejendomme omregnes på koncernniveau, som beskrevet ovenfor. Det er dog oftest modervirksomheden, som er styrende for koncernens hovedaktivitet, hvilket derfor ikke ses særlig ofte, at en modervirksomhed driver investeringsvirksomhed uden at dette også er hovedaktiviteten i koncernen.

7.2.4 Måling efter regnskabsvejledning 10

RVL 10 anvendes generelt til måling af materielle anlægsaktiver. Denne regnskabsvejledning kan altså også bruges til måling af investeringsejendomme, i det tilfælde der ikke er anvendt tilvalg af ÅRL § 38.

Første gang investeringsejendomme indregnes efter RVL 10, skal ejendommen måles til kostpris, hvor kostprisen opgøres efter RVL 10.25 til 10.38.

Kostprisen for investeringsejendomme omfatter købsprisen samt de omkostninger, som direkte kan tilknyttes til anskaffelsen af grunde og bygninger. Det betyder, at mæglersalær, advokathonorar, tinglysningsomkostninger og omkostninger til eventuelt ingeniører eller lignende til teknisk vurdering af ejendommen skal tillægges købsprisen op ejendommen. Derimod skal der ske fradrag i købsprisen for prisnedslag og rabatter i henhold til RVL 10.25. Finansieringsomkostninger kan derimod ikke lægges til købsprisen, da disse omkostninger tilhører gældsforpligtelsen.

Kostprisen på egen opførte ejendomme opgøres ud fra den regnskabsmæssige værdi på ejendommens ibrugtagningdag. Omkostninger som kan tilknyttes den regnskabsmæssige værdi på denne type ejendomme, er omkostninger for materialer, komponenter og underleverandører samt omkostninger, som direkte kan tilknyttes anskaffelsen herunder lønforbrug. Derudover skal kostprisen indeholde omkostninger, som indirekte kan henføres til den pågældende ejendom i henhold til RVL 10.27. Finansieringsomkostninger kan derimod ved egen opførte ejendomme medregnes i kostpris, når de kan henføres til klargørings- eller fremstillingsperioden.

RVL 10.28 siger dog, at spild, svind og andre omkostninger foranlediget af manglende erfaring med fremstilling eller forlængelse af fremstillingstiden på den pågældende ejendom ikke kan medtages i kostprisen på egen opførte ejendomme.

Forbedring samt reparation og vedligeholdelse

De efterfølgende omkostninger som kan tilknyttes investeringsejendomme skelnes der mellem forbedring samt reparation og vedligeholdelse. I henhold til RVL 10.33 skal omkostninger med relation til ejendommen tillægges den regnskabsmæssige værdi som forbedring, hvis der er sandsynlighed for, at det kan give ejendommen fremtidige økonomiske fordele ved det at ejendommens anvendelse forøges ved afholdelse af de pågældende omkostninger. Jf. ÅRL § 33 skal disse omkostninger kunne opgøres pålideligt.

Alle andre efterfølgende omkostninger, som ikke vedrører forbedring, skal indregnes i resultatopgørelse som reparation og vedligeholdelse, i den periode de påløber.

Efterfølgende måling efter første indregning

Når en virksomhed har valgt at værdiansætte investeringsejendomme efter principperne i RVL 10 altså til kostpris, skal disse ejendomme måles til kostpris med fradrag for systematiske afskrivninger, som øvrige materielle anlægsaktiver bliver.

Der vil derfor i de efterfølgende afsnit blive beskrevet, hvordan afskrivningsgrundlaget bliver opgjort, samt betingelser for valg af afskrivningsmetode, muligheden for op- og nedskrivninger, for til sidst at beskrive konsekvenserne ved afhændelse. I den forbindelse vil der blive tage udgangspunkt i RVL 10.39-82.

Afskrivningsgrundlag

Afskrivningsgrundlaget opgøres efter RVL 10.39-42, RVL 10.54-10.56 samt RVL 10.59-62.

I henhold til RVL 10.39-42 måles afskrivningsgrundlaget til den opgjorte kostpris fradraget scrapværdi og nedskrivninger, samt med tillæg af opskrivninger. Opgørelsen sker ved ibrugtagningstidspunktet, og reguleres ved efterfølgende ændringer i de materielle, som indgår i afskrivningsgrundlaget. Forbedring af en investeringsejendom, op- og nedskrivning, tilbageførsel af op- og nedskrivning samt reduktion i scrapværdien er eksempler på ændringer i

afskrivningsgrundlaget. Investeringsejendomme består oftest af flere selvstændige aktiver, som har forskellige brugstider. I den forbindelse opdeles afskrivningsgrundlaget i flere bestanddele, og afskrives efterfølgende hvert for sig. Investeringsejendomme kan dekomponeres i grunde, bygninger og installationer helt overordnet set. Der kan også laves endnu skarpere dekomponering, således at eksempelvis sterner, vinduer og tag afskrives for sig, da disse elementer typisk har kortere levetid end den øvrige del af ejendommen. Dekomponeringen sker ved ibrugtagningstidspunktet, og efterfølgende ændres denne opdeling ikke. Levetid for de enkelte bygningsbestanddele bør vurderes ud fra en vurdering af en ekspert, eksempelvis en ingeniør.¹¹

Scrapværdi

Scrapværdien på en investeringsejendom fastsættes i henhold til RVL 10.54-56 på ibrugtagningstidspunktet. Scrapværdien på de enkelte bygningsbestanddele vurderes særskilt, da levetid og scrapværdi varierer væsentlig. Vurderingen af scrapværdi sker ud fra en typisk løbende reparation og vedligeholdelse, således at bygningsbestanddelene vurderes til en skønnede nettorealisationseværdi, som disse kan afhændes til i det aktuelle marked¹². I henhold til årsregnskabsloven må der i forbindelse med en revurdering af scrapværdien ikke tages højde for en eventuel prisstigning i det aktuelle marked¹³. Den internationale regnskabsregulering IFRS er af en anden holdning. Her må der gerne tages hensyn til prisstigninger i det aktuelle marked¹⁴.

Scrapværdier og levetider revurderes 1 gang årligt, og ændres kun ved det forhold, at der er sket ændring i anvendelsen, eller der har været større udskiftninger i bygningsbestanddelene, som er med til at ændre på scrapværdier og levetider. Sker der fald i scrapværdien, skal afskrivningsgrundlaget øges med det tilsvarende fald på scrapværdien i henhold til RVL 10.59. Ændres brugstiden har det betydning for de fremtidige afskrivninger, således at aktivets restbeløb afskrives over den reducerede brugstid. Reduceres scrapværdien derimod øges de fremtidige afskrivninger ved uændret brugstid i henhold til RVL 10.62.

¹¹ KPMG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 39

¹² KPMG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 40

¹³ ÅRL § 43, stk. 2

¹⁴ KPMG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 40

Brugstid¹⁵

Efter opgørelse af afskrivningsgrundlaget for virksomhedens ejendomme, skal der findes en brugstid på ejendommene, som fastsættes på ejendommens ibrugtagningstidspunkt. Brugstid kan variere meget alt efter, hvad ejendommens fremtidige anvendelse vil være. Kontor- og boligejendomme har normalt en længere brugstid i forhold til ejendomme, som anvendes til produktion og handel, da kontor- og boligejendomme udsættes for mindre slid.

Afskrivninger¹⁶

Når afskrivningsgrundlaget samt scrapværdien er opgjort og brugstiden er fastsat, skal afskrivningerne fordeles systematisk over ejendommens forventede brugstid. Ejendommens afskrivninger indregnes i resultatopgørelsen, og afskrivningerne påbegyndes, når ejendommen tages i brug. Grunden forudsættes normalt at have en ubegrænset brugstid, og derfor afskrives der ikke på grunden.

Der afskrives altid på en bygning uanset, hvad dens anvendelse er, om det er produktion, handel eller administration. Afskrivningen sker over brugstiden, som et udtryk for virksomhedens forbrug af den pågældende bygning.

Afskrivningsmetoden skal, så vidt muligt, fastlægges, så den bedst afspejler virksomhedens forbrug af ejendommen. Af afskrivningsmetoder kan nævnes lineær, degressiv og progressiv afskrivning. Normalt anvendes samme afskrivningsmetode for alle investeringsejendomme, men det er muligt at anvende forskellige afskrivningsmetoder, hvis det er en virksomhed med forskelligartet ejendomme, således at afskrivningsmønstret passer til de forskelligartede ejendomme. Vurderes det, at der anvendes en afskrivningsmetode, som ikke længere passer på forbrugsmønstret, skal det medføre en ændring af afskrivningsmetoden, hvilket betyder ændring i regnskabsmæssigt skøn og anvendt regnskabspraksis.

¹⁵ RVL 10.50-52

¹⁶ RVL 10.43-49

Nedskrivning¹⁷

Er investeringsejendommene udsat for en værdiforringelse, er det et krav, at ejendommene nedskrives til genindvindingsværdien. Genindvindingsværdien er defineret som den højeste værdi af nettorealisationsværdien og kapitalværdien/nyttéværdien.

Som udgangspunkt vurderes genindvindingsværdien på de enkelte aktiver for sig. Er det ikke muligt at bestemme genindvindingsværdien på enkelte aktiver, vurderes de i mindre gruppe af aktiver, der samlet kan give en pålidelig genindvindingsværdi. Nedskrivning fordeles forholdsmæssigt på de enkelte aktiver, og reducerer afskrivningsgrundlaget for ejendommen. Herefter følges samme regler som ved ændring af brugstid og scrapværdi. Oftest er det dog muligt at bestemme genindvindingsværdien for investeringsejendomme som enkelte aktiver.

Nedskrivninger indregnes i resultatopgørelse, medmindre der er tale om en tilbageførsel af tidligere opskrivninger, som er bundet under egenkapitalen på ”Reserve for opskrivning”. Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger føres tilsvarende over resultatopgørelsen. Tilbageførslen reduceres yderligere med de afskrivninger, som ville være foretaget, såfremt ejendommen ikke tidligere var nedskrevet.

Opskrivning

Virksomhederne skal nedskrive til lavere genindvindingsværdi, derimod er opskrivning en mulighed for virksomhederne. I henhold til ÅRL § 40 og RVL 10.70 er det en mulighed at opskrive investeringsejendomme til dagsværdi på den betingelse, at samtlige aktiver indenfor kategorien opskrives¹⁸. Forskellen på op- og nedskrivninger er, at opskrivninger skal placeres under egenkapitalen på ”Reserver for opskrivninger” i henhold til RVL 10.72.

Førstegangsopskrivninger af investeringsejendomme sker ikke efter hovedreglen om praksisændring, da de fremadrettet behandles uden tilpasning af sammenligningstal for tidligere år¹⁹. Der er derimod tale om behandling efter reglerne om ændret regnskabsmæssigt skøn.

¹⁷ RVL 10.63-69

¹⁸ RVL 10.75

¹⁹ RVL 10.74

Der opstår en skævvridning med op- og nedskrivninger, da opskrivninger skal bindes på egenkapitalen, og derfor ikke komme til at give nogen positiv påvirkning på resultatet. Efter opskrivningen vil den fremadrettede afskrivning på investeringsejendommen blive større, og denne skal føres i resultatopgørelsen, hvilket betyder, at opskrivningen får en negativ resultatpåvirkning i stedet for en positiv resultatpåvirkning, hvis der ikke tidligere er sket nedskrivningen på investeringsejendommen.

Generelt bør virksomheder med investeringsaktivitet som hovedaktivitet, som ønsker at anvende reglerne for opskrivninger af investeringsejendomme, overveje om de skal anvende reglerne i ÅRL § 38, og dermed løbende regulere til dagsværdi over resultatopgørelsen. Dette giver dermed også muligheden for at opskrivninger kan udloddes til aktionærerne som udbytte.

Omkring udlodning af værdiregulering på investeringsejendomme som udbytte, er der dog visse regler, som skal overholdes. Det er et krav, at virksomheden skal foretage de henlæggelser, som er nødvendig efter selskabets økonomiske stilling²⁰. Det betyder, at der skal tages hensyn til en forsvarlig drift af selskabet. Dog kan man diskutere, om det er forsvarlig drift at udlodde udbytte af en urealiseret værdistigning på en investeringsejendom. Det er trods alt en vurderingssag for selskab til selskab ud fra, hvordan den økonomiske situation er i det enkelte selskab.

Afhændelse

Når der ske afhændelse af en investeringsejendom, skal den ikke længere optræde i balancen, da den ikke er under virksomhedens kontrol, og samtidig ikke har nogen nytteværdi for virksomheden²¹.

I forbindelse med afhændelse skal der opgøres gevinst eller tab på en investeringsejendom, som opgøres ved forskellen med salgspris reduceres med salgsomkostninger fratrukket den regnskabsmæssige værdi på afhændelsestidspunktet²². Gevinsten eller tabet på investeringsejendommen indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift²³.

²⁰ Aktieselskabslovens § 111, stk. 1.

²¹ RVL 10.80

²² RVL 10.81

²³ RVL 10.82

7.2.5 Måling efter regnskabsvejledning 16

Som tidligere nævnt, behandler RVL 16 investeringsejendomme. I henhold til RVL 16 skal dagsværdimetoden anvendes til måling af investeringsejendomme, hvor det derimod er en mulighed at anvende dagsværdimetoden ifølge ÅRL § 38.

Måling ved første indregning

Investeringsejendomme, der er anskaffet ved en ekstern part, indregnes til kostpris, hvor kostprisen opgøres, som tidligere beskrevet i afsnit 7.2.4 omkring opgørelse af kostpris i henhold til RVL 10. Ifølge ÅRL § 38 stk. 1 anvendes denne kun i forbindelse med den efterfølgende måling af investeringsejendommen, hvorfor der ingen særlige regler er for første indregning. I henhold til RVL 16.21 er der dog en særlig regler for første indregning af egenopførte investeringsejendomme, da disse skal indregnes til dagsværdi. Forskellen mellem om det er en investeringsejendom, der er anskaffet fra en ekstern part, eller om det er en investeringsejendom, der er egenopført, er at anskaffelsessummen på en anskaffet investeringsejendom ved en ekstern part anses for at være anskaffet til markedsværdien, som bør være dagsværdien på investeringsejendommen, og egenopført investeringsejendom skal måles til dagsværdi i stedet for til kostpris.

Forbedring kontra reparation og vedligeholdelse

Der skelnes med forbedringsomkostninger og vedligeholdelsesomkostninger på samme måde, som tidligere beskrevet i afsnit 7.2.4. I henhold til RVL 16.38 er der tale om forbedringsomkostninger, når det forventes, at de afholdte omkostninger vil øge det fremtidige afkast eller dagsværdien vil forøges på investeringsejendommen. Samtidig skal de afholdte omkostninger kan måles pålideligt. Forbedringsomkostninger tillægges investeringsejendommens kostpris. Øvrige omkostninger på investeringsejendomme anses for værende vedligeholdelses- og reparationsomkostninger, og de føres dermed i resultatopgørelsen.

Efterfølgende måling

RVL 16 tager udgangspunkt i at alle investeringsejendomme skal måles til dagsværdi, når der er tale om investering som hovedaktivitet. Dagsværdien på investeringsejendomme fastsættes på baggrund af de markedsforhold, som gør sig gældende på balancedagen. I henhold til RVL 16.25 fastsættes dagsværdien ud fra den forudsætning, at der kan handles på normale handelsvilkår mellem uafhængige parter, og der samtidig er foretaget sædvanlig markedsføring og

salgsforhandlinger. En fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme sker uden reduktion af salg- og afhændelsesomkostninger. Derudover skal ejendommens dagsværdiopgørelse baseres på, at handlen vil kunne finde sted mellem en kvalificeret og villig køber og sælger, som begge er rimeligt informeret om ejendommens karakteristika omkring den nuværende og mulige anvendelse. I ordet ”villig” ligger også, at køber er interesseret, men ikke tvunget til at købe, samt den hverken er forhastet eller besluttet på at købe til enhver pris. Der handles således fra købers side ud fra de faktiske forhold og forventninger i det nuværende marked, og samtidig er køber ikke villig til at betale en højere pris, end den markedet kræver.²⁴

Med ”villig” sælger forstås, at sælger ikke er forhastet i sin beslutning omkring at vil sælge investeringsejendommen. Samtidig skal sælger ikke være tvunget til at sælge for en hver pris, eller vente på den rette pris, der ligger over markedsprisen. Dermed sagt, sælger er villig til at sælge investeringsejendommen på markedsvilkår til den bedste pris, der kan opnås efter sædvanlig markedsføring.²⁵

RVL 16.32 – 16.34 redegør kort for nogle retningslinjer for, hvordan dagsværdi bør fastsættes.

RVL 16.32 henviser til, at det bedste grundlag for vurdering af dagsværdien for en investeringsejendom er ved at sammenligne med en nyligt gennemført handel af en tilsvarende ejendom, der er i samme vedligeholdelsesmæssig stand, har samme beliggenhed og har de samme anvendelsesmuligheder.

Forefindes der ikke oplysninger, som nævnes i RVL 16.32, som kan anvendes til sammenligning med den ejendom, som skal værdiansættelse til dagsværdi, skal der foretages et skøn over investeringsejendommens forventede dagsværdi. Skøn til dagsværdi foretages oftest ved anvendelse af afkastbaserede modeller.²⁶

Afkastbaserede modeller er kendetegnende ved, at de fremtidige pengestrømme ved at besidde en investeringsejendom tilbagediskonteres til nutidsværdi. De fremtidige pengestrømme kan opgøres, ud fra virksomhedens forventede normalindtjening eller ud fra virksomhedens budgetter gennem DCF-modellen. Faktorer, der skal tages hensyn til ved anvendelse af kapitalmodeller, er faktorer

²⁴ KPMG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 15

²⁵ RVL 16.30

²⁶ RVL 16.33

som markedsforhold, renteniveau, afkastkrav m.m. Disse faktorer skal indgå i virksomhedens fastlæggelse af diskonteringsfaktoren, som er baseret på markedsbaseret afkastkrav.

Ledelsen har ansvaret for aflæggelsen af årsrapporten, dermed har de også ansvaret for værdiansættelsen af investeringsejendomme. I den forbindelse anbefales det, at ledelsen indhenter assistance fra en ekstern vurderingsmand, som har den nødvendige ekspertise til at værdiansætte investeringsejendomme, i det tilfælde virksomheden ikke selv besidder en sådan ekspertise. I denne situation betragtes den offentlige ejendomsvurdering ikke som en sammenlignelig vurdering til den opgjorte dagsværdi, da den offentlige ejendomsvurdering oftest afviger væsentlig fra en ejendoms faktiske handelseværdi.

Ændres der metode til fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, anses dette for værende ændring i regnskabsmæssigt skøn, som tidligere er nævnt. Disse behandles efter RVL 3.17-25. Det samme gør sig gældende for ændring i faktorerne, der indgår i afkastsbaserede dagsværdimodeller i henhold til RVL 16.37.

Værdireguleringer

Når dagsværdimetoden er valgt som et princip for virksomhedens investeringsejendomme, vil der ofte årligt forekomme værdireguleringer i forhold til ejendomsværdi primo og ultimo.

Værdireguleringerne skal i henhold til RVL 10.45-46 indregnes i resultatopgørelsen, som en del af virksomhedens ordinære drift. Værdireguleringerne, hvad angår forøgelse og forringelse, bliver dermed indregnet i den regnskabsperiode, som de tilhører.

Overførsler af ejendomme

Sker der ændringer i ejendommens anvendelse, skal der foretages overførsel til eller fra investeringsejendomme til andre kategorier. Der er ikke tale om overførsel, når en ejendom skifter fra et erhverv til et andet, hvor der er to forskellige anvendelser. Der er tale om overførsel i den forstand, at en ejendom skifter kategori fra at være en investeringsejendom til at være handelsejendom, domicilejendom og ejendom under opførsel, eller omvendt.

Følgende muligheder for overførsler vil blive behandlet i efterfølgende afsnit i henhold RVL 16.39-44:

- Overførsel fra investeringsejendom til handelsejendom
- Overførsel fra investeringsejendom til domicilejendom
- Overførsel fra domicilejendom til investeringsejendom
- Overførsel fra handelsejendom til investeringsejendom
- Overførsel fra ejendom under opførsel til investeringsejendom

Overførsel fra investeringsejendom til handelsejendom sker i det tilfælde, hvor ejendommen i væsentligt omfang gennemgår ombygning og renovering med det formål at blive sat til salg. I det tilfælde hvor ejendommen sættes til salg uden ombygning og renovering, forbliver ejendommen i kategorien investeringsejendomme.

Overførsel fra investeringsejendom til handelsejendom skal ske til dagsværdi på overførselsdagen. Efterfølgende udgør dagsværdien kostprisen på handelsejendommen.

Overførsel fra investeringsejendom til domicilejendom kræver ikke ombygning eller renovering, for at der skal skiftes kategori. Overførslen sker i den forbindelse, hvor ejendommens anvendelse ændres fra at være udlejningsobjekt til at virksomheden selv ønsker at anvende ejendommen til administration, produktion, lager eller andet.

Overførsel fra investeringsejendom til domicilejendom skal ske til dagsværdi på overførselsdagen. Efterfølgende udgør dagsværdien kostprisen på domicilejendommen.

Overførsel fra domicilejendom til investeringsejendom sker på det tidspunkt, hvor virksomheden ikke selv ønsker at anvende ejendommen internt, men i stedet ønsker at anvende ejendommen til udlejning.

Overførsel fra domicilejendom til investeringsejendom sker til regnskabsmæssig værdi, som opgøres efter RVL 10. Værdireguleringer fra regnskabsmæssig værdi til dagsværdi på overførselsdagen behandles som op- eller nedskrivninger i henhold til RVL 10. Som tidligere nævnt skal opskrivninger bindes på egenkapitalen og nedskrivninger føres i resultatopgørelsen.

Overførsel fra handelsejendom til investeringsejendom sker på det tidspunkt, hvor virksomheden ikke længere ønsker at afhænde ejendommen indenfor en kort tidshorisont.

Overførsel fra handelsejendom til investeringsejendom skal ske til dagsværdi på overførselsdagen. Værdireguleringer skal i denne forbindelse indregnes i resultatopgørelsen.

Overførsel fra ejendom under opførsel til investeringsejendom sker på det tidspunkt, hvor ejendommen er opført og klar til at blive taget i brug. For at gå ind under kategorien investeringsejendomme skal den være opført og klar til udlejning.

Overførsel fra ejendom under opførsel til investeringsejendom skal ske til regnskabsmæssig værdi på overførselsdagen. Værdireguleringer på overførselsdagen til dagsværdi skal ske over resultatopgørelsen.

Afhændelse

Afhændelse af en investeringsejendom i henhold til RVL 16, er meget lig afhændelse af en ejendom i henhold til RVL 10.

Investeringsejendommen skal udgå af balancen på det tidspunkt, hvor alle fordele og risici ved at besidde en investeringsejendom overgår til køberen.

Ved afhændelse af en investeringsejendom skal gevinst og tab opgøres som forskellen mellem salgspris med fradrag af omkostninger direkte knyttet til afhændelse og den regnskabsmæssige værdi på afhændelsestidspunktet. Gevinst eller tab skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift.

7.2.6 Sammenholdelse med IAS 40

De internationale standarder IAS 16 og IAS 40 afviger kun på nogle få punkter i forhold til de danske regnskabsstandarder, hvad angår måling. De internationale standarder giver både mulighed for måling efter kostprismetoden og dagsværdimetoden. Der er dog nogle få afviger ved måling til dagsværdi.

I henhold til de danske regnskabsstandarder og reguleringer, er det et krav, at investeringsaktivitet er hovedaktivitet i virksomheden, for at det er muligt at anvende dagsværdimetoden. Det nævnes ikke i de internationale standarder. Her kræves det kun, at dagsværdimetoden anvendes for samtlige

af virksomhedens investeringsejendomme²⁷, hvilket også er et krav i henhold til ÅRL § 38, stk. 2. I henhold til IAS 40.53, er det dog en betingelse, at der ved anskaffelsen af ejendommen skal gøres overvejelser omkring muligheder i fremtiden for at opgøre dagsværdien af ejendommen pålideligt. Der er i sjældne tilfælde en klar indikation af, at virksomheden ved anskaffelsen af en investeringsejendom ikke løbende vil kunne opgøre investeringsejendommens dagsværdi pålideligt. I disse tilfælde kan virksomheden ikke anvende IAS 40, men skal i stede anvende IAS 16, som vedrører kostprismetoden, og IAS 16 skal anvendes indtil afhændelsen af investeringsejendommen.

Derudover siger RVL 16.4 og 16.24, at det kun er muligt at værdiansætte investeringsejendomme efter en metode, som er dagsværdimetoden. IAS 40.30 siger derimod, at der er to muligheder for værdiansættelse af investeringsejendomme, hvilke er kostprismetoden og dagsværdimetoden. Som tidligere nævnt skal den samme regnskabspraksis anvendes på alle investeringsejendomme. ÅRL tillader dog også disse to metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme.

En nyere forskel mellem international regnskabsregulering og dansk regnskabsregulering er i henhold til IAS 40.8, at ejendomme under opførsel og udvikling, som i fremtiden skal anvendes som investeringsejendom, kan måles til dagsværdi. Det betyder, at man i henhold til international regnskabsregulering kan undgå at anvende IAS 16, og der dermed ikke skal laves en overførsel fra IAS 16 til IAS 40. Dette er ikke muligt i henhold til dansk regnskabsregulering, her skal den behandles efter RVL 10, hvor den skal opgøres til kostpris indtil ibrugtagningstidspunktet, hvor den overføres til investeringsejendom, som skal anvende RVL 16.

IAS 40.8 kan dog ikke bruges i det tilfælde, hvor det ikke er muligt at opgøre en pålidelig dagsværdi på en ejendom under opførsel eller udvikling, i det tilfælde skal IAS 16 stadig anvendes, hvor den skal opgøres til kostpris. Det kan også diskuteres, om det er muligt at opgøre en ejendom under opførsel eller udvikling til dagsværdi pålideligt, da der ikke er et marked for halvfærdige ejendomme til sammenligning. Skal man anvende IAS 40.8 til en ejendom under opførsel og udvikling, skal man være sikker på alle forhold omkring ejendommen, for at kunne opgøre ejendommen til dagsværdi pålideligt.

²⁷ IAS 40.33

Ud fra ovenstående er forskellene mellem dansk og international regnskabsregulering få. I det store hele kan målingen af investeringsejendomme ifølge dansk regnskabsregulering betragtes som værende lig med målingen af investeringsejendomme ifølge international regnskabsregulering.

7.3 Præsentation

I dette afsnit redegøres nærmere for, hvor og hvordan investeringsejendomme skal præsenteres i årsrapporten. Præsentation af investeringsejendomme skal indgå flere steder i årsrapporten. I den forbindelse vil afsnittet handle om præsentation af investeringsejendomme i ledelsesberetningen, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter. I lighed med tidligere afsnit, vil der i forbindelse med området ”præsentation” blive gennemgået relevante område fra RVL 10 og efterfølgende fra RVL 16.

7.3.1 Præsentation efter regnskabsvejledning 10

Virksomheder, der har valgt at anvende kostpris som princip, bør anvende RVL 10.83-91, som retningslinjer for præsentation af investeringsejendomme.

Ledelsesberetning

RVL 10 har ikke noget afsnit, der omtaler, hvad der bør nævnes i ledelsesberetningen. Det kan diskuteres, om der i ledelsesberetningen bør nævnes investeringsejendommens dagsværdi, da kostprisen, som investeringsejendommen er indregnet til, formentlig ikke opfylder kravene om at være et retvisende billede.

Kigger man nærmere på årsregnskabsloven, stiller denne heller ikke krav til ledelsesberetningen omkring investeringsejendomme, hvilket betyder, at lovens almindelige bestemmelser skal bruges i henhold til ÅRL § 77, § 99 og § 107. Forhold der anses for at være relevante for investeringsvirksomheder at omtale i ledelsesberetningen gennemgås senere.

Anvendt regnskabspraksis

I årsregnskabsloven omkring anvendt regnskabspraksis findes i §§ 53-55. Virksomheden skal redegøre for indregningsmetoder og målegrundlag anvendt til posterne i resultatopgørelsen, balancen, noter og ledelsesberetningen. Der skal således som minimum oplyses, at investeringsejendomme skal indregnes til kostpris fradraget afskrivninger.²⁸

²⁸ KPMG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 27

I henhold til RVL 10.83 vedrørende anvendt regnskabspraksis skal der oplyses, hvordan investeringsejendomme er målt i årsrapporten. Der skal således oplyses om hvilken værdiansættelsesmetode, afskrivningsmetode, brugstid samt grundlag for op- og nedskrivningsmetode, der er anvendt. For investeringsejendomme skal det klart beskrives, at disse måles til kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger, samt hvordan der afskrives over brugstiden.

Resultatopgørelse

Der er ingen særlige krav omkring præsentation i investeringsvirksomheder i resultatopgørelsen i RVL 10. Der skal derfor ske præsentation i henhold til årsregnskabslovens skemakrav. I den forbindelse, der er tale om investeringsvirksomhed, skal lejeindtægter, omkostninger og afskrivninger præsenteres i den ordinære drift.

Balance

I henhold til RVL 10.84 opdeles materielle anlægsaktiver i balancen i posterne grunde og bygninger, produktionsanlæg og maskiner, andre anlæg, driftsmateriel, inventar og materielle anlægsaktiver under opførelse, hvor ingen punkter rigtig dækker over investeringsejendomme. Det fremgår dog også af RVL 10.84, at benævnelse skal tilpasses på de anførte poster, såfremt virksomhedens særlige karakter gør det påkrævet. Det betyder, at der bør tilføjes en linje i Årsregnskabslovens skemakrav, således investeringsejendomme præsenteres, i den situation hvor virksomhedens hovedaktivitet er investeringsvirksomhed, eller hvor investeringsejendomme er en væsentlig del af balancen.

Noter

I RVL 10 er der nogle notekrav, som skal opfyldes, for investeringsejendomme indregnet under materielle anlægsaktiver. Der er således krav om en anlægsnote lignende, som følger:

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

	Investerings- ejendomme
Kostpris 1. januar 2011	
Tilgang i årets løb	
Overført i året	
Afgang i årets løb	
Kostpris 31. december 2011	
Opskrivninger 1. januar 2011	
Årets opskrivninger	
Tilbageførsel tidligere års opskrivninger	
Tilbageførsel opskrivninger af afhændende aktiver	
Opskrivninger 31. december 2011	
Af- og nedskrivninger 1. januar 2011	
Årets afskrivninger	
Årets nedskrivninger	
Tilbageførsel tidligere års af- og nedskrivninger	
Tilbageførsel af- og nedskrivninger på afhændende aktiver	
Af- og nedskrivninger 31. december 2011	
Regnskabsmæssig værdi 31. december 2011	
Heraf finansielt leasede investeringsejendomme	
Heraf indregnede renter	

Figur 7.2: Note investeringsejendomme i henhold til RVL 10

Som ovenstående model viser, skal der ud over investeringsejendommens kostpris, opskrivninger samt af- og nedskrivninger også oplyses finansieringsomkostninger, som er indregnet i kostprisen i henhold til RVL 10.88. Derudover skal der oplyses, hvor stor en del der er finansielt leasede investeringsejendomme. Herudover skal der oplyses om begrænsninger i ejendomsretten, pantsætninger, sikkerhedsstillelser samt den regnskabsmæssige værdi af de pantsatte investeringsejendomme.

Har en virksomhed valgt at opskrive investeringsejendomme, selvom man ikke har tilvalgt dagsværdi efter ÅRL § 38, skal denne oplyse om tidspunkt for opskrivning af investeringsejendomme. Der skal også oplyses, om der ved vurderingen er anvendt en ekstern vurderingsmand. Derudover skal der oplyses forskellen mellem den foretagne måling og det beløb, som aktivitet ville være målt til, hvis der ikke var foretaget nogen opskrivning²⁹.

²⁹ RVL 10.91

7.3.2 Præsentation efter regnskabsvejledning 16

RVL 16 er mere uddybende omkring præsentation, end hvad er tilfældet med RVL 10. Dette er også logisk i og med, at RVL 16 er møntet direkte på investeringsejendomme. I RVL 16 fremgår det bl.a., hvad det er der skal indgå i ledelsesberetning. Derudover en mere udvidet vejledning i forhold til, hvilke forhold, der skal beskrives i anvendt regnskabspraksis. Dette er også meget naturligt, da det kræver en mere grundig beskrives af anvendelse af afkastbaserede modeller til værdiansættelse af investeringsejendomme, således regnskabslæser får bedre forståelse for principperne ved anvendelsen af værdiansættelsesmodeller. Virksomheder, der har valgt dagsværdi som princip, bør anvende RVL 16.50-72, som retningslinjer for præsentation af investeringsejendomme.

Ledelsesberetning

For investeringsvirksomheder indeholdende investeringsejendomme skal der i ledelsesberetningen eller noterne gives uddybende oplysninger omkring de enkelte investeringsejendomme eller kategorier af investeringsejendomme. Denne skriftlige del forekommer oftest i ledelsesberetningen, hvorimod den talmæssige del oftest forekommer i noterne. Noterne omtales senere i kapitlet.

RVL 16.70 som vedrører ledelsesberetningen bliver også suppleret af lovens almindelige bestemmelser om ledelsesberetning. Afsnittende omkring ”usikkerhed”, ”særlige risici”, ”redegørelse for udviklingen i regnskabsåret”, usædvanlige forhold” og ”forventet udvikling” bør omtales i ledelsesberetningen, når det drejer sig om investeringsvirksomhed med investeringsejendomme.

I afsnittet om usikkerhed ved indregning og måling i ledelsesberetningen, bør virksomheden gøre rede og argumentere for de anvendte diskonteringsfaktorer i værdiansættelsesmodellerne. Der bør nævnes, at virksomheden ikke kan nøjes med at anvende sin eksterne lånerente, da ejerne har et større forventet afkastkrav til investeringsejendommene. Samtidig bør det nævnes, at markedsrenten også har en stor indflydelse på hvilken diskonteringsfaktor, som skal anvendes. Ændres markedsrenten, ændres investorernes afkastkrav også, og det vil derfor være med til at ændre værdien på investeringsejendommen.

I forbindelse med særlige risici indenfor investeringsvirksomheder bør risikoen, der er ved ændringer i renteniveauet, herunder hvordan det kan påvirke årets resultat, nævnes. Ændringer i

renteniveauet vil dermed påvirke virksomhedens diskonteringsfaktor. Det kunne i den forbindelse være interessant og relevant for regnskabslæser med følsomhedsberegninger. Diskonteringsfaktoren har stor betydning for opgørelsen af dagsværdi ved anvendelse afkastbaserede modeller. Det har den betydning, at renteændringer kan have stor betydning for vurderingen af den finansielle stilling i virksomheden.

Udviklingen i regnskabsåret kan omhandle en beskrivelse af udviklingen i markedet, hvor det kan nævnes udviklingen af lejeindtægter, udlejningsgraden, renteniveauet samt afkastkravet. I samme forbindelse kan der i dette afsnit nævnes de usædvanlige forhold, som er opstået i regnskabsåret. Det kan være forhold, som har en uventet påvirkning på resultatet eller målingen af investeringsejendommene.

Den forventede udvikling vil være forventninger til udviklingen i det nye regnskabsår, herunder forventninger til udviklingen af udlejningen af investeringsejendomme og lejeindtægterne. Herudover kan nævnes forventninger til udvikling af omkostninger ved reovering og vedligeholdelse af investeringsejendommene, samt forventede investeringer. Samtidig kan nævnes forventningerne til renteniveauet.

Ovennævnte punkter er kun en vurdering af, hvad der burde nævnes i ledelsesberetningen. Vurderes det, at der er andre forhold, der er relevante at nævne i ledelsesberetningen, bør disse naturligt tilføjes. Ovennævnte vurderes at give et bredt indblik i aflæggelsen af regnskabet, samt den fremtidige kortsigtede forventning til udviklingen i virksomheden.

Anvendt regnskabspraksis

Som tidligere nævnt omhandler §§ 53-55 anvendt regnskabspraksis i årsregnskabsloven. I henhold til ÅRL § 53 stk. 2 pkt. 1b skal der oplyses forudsætninger for den valgte beregningsmetode, når virksomheden måler investeringsejendommene til dagsværdi efter ÅRL § 38.

RVL 16.50 støtter årsregnskabsloven omkring, at der skal oplyses, at investeringsejendomme er målt til dagsværdi, og samtidig skal metoden for fastsættelse af dagsværdi oplyses. Herudover skal det oplyses, at investeringsejendommens dagsværdi er understøttet af handelspriser for nyligt gennemførte handler med lignende ejendomme. Der skal også oplyses, hvordan

diskonteringsgrundlaget er opgjort, samt hvordan diskonteringsfaktoren er fastsat, når der anvendes afkastbaserede modeller som normalindtjeningsmodellen eller DCF modellen.

I henhold til RVL 16.51 bør det oplyses hvilke indtægter og omkostninger, der indgår i opgørelsen af diskonteringsgrundlaget, samt forventning til fremtidige indtjening på tomgangslejere.

Det skal oplyses, hvordan omkostningsrefusioner fra lejerne præsenteres i årsregnskabet, herunder om der er tale om indregning i lejeindtægter, modregning i omkostninger eller om det indregnes i balancen som et mellemværende med lejerne.³⁰ Omkostningsrefusionerne omfatter afholdte omkostninger til el, vand, varme og rengøring, som er afholdte af ejeren. Disse kan refunderes ved opgørelse på baggrund af måleraflæsning eller aftalte fordelingsnøgler.³¹

I anvendt regnskabspraksis skal det også fremgå, hvilke omkostninger der indgår i driften af investeringsejendomme. Det drejer sig både om omkostninger til administration af investeringsejendomme, og omkostninger til reparation og vedligeholdelse af investeringsejendomme, samt øvrige omkostninger der ikke betales af lejer.³²

Resultatopgørelse

For resultatopgørelsen er der et særskilt afsnit, RVL 16.57, som fortæller, hvilke forhold der særskilt skal fremgå af resultatopgørelsen. Disse forhold er årets lejeindtægter, årets værdiregulering, gevinst og tab ved afhændelse af investeringsejendomme samt driftsomkostninger. Disse poster skal indgå i virksomhedens ordinære drift, når der er tale om, at virksomhedens hovedaktivitet er investeringsejendomme. Dette stemmer også overens med RVL 10.45 og 10.46, som siger, at værdireguleringer skal indgå i den ordinære drift i resultatopgørelsen. Værdireguleringerne indregnes i resultatopgørelsen for at henhøre dem til det regnskabsår, som de er opstået.

Balance

I henhold til RVL 16.56 skal investeringsejendomme vises under en særskilt post i balancen. Dette er som udgangspunkt modsat i forhold til visningen ved anvendelse RVL 10. Som tidligere nævnt,

³⁰ RVL 10.52

³¹ RVL 10.53

³² RVL 10.54-10.55

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

vil investeringsejendomme også stå under en særskilt post i balancen ved anvendelse af RVL 10, når der er tale om, at det har væsentlig betydning for årsregnskabets informationskrav. Det vil dermed sige, at i praksis vil investeringsejendomme oftest præsenteres ens ved både RVL 10 og 16.

Noter

Notekravene for investeringsejendomme reguleres efter RVL 16.60-69. Investeringsejendomme præsenteres i en anlægsnote, som specificeres med primosaldo for kostpris og værdireguleringer, årets bevægelser og en ultimosaldo. Anlægsnoten kan se ud som følgende:

	Investerings- ejendomme
Kostpris 1. januar 2011	
Tilgang i årets løb	
Overført i året	
Afgang i årets løb	
Kostpris 31. december 2011	
Værdireguleringer 1. januar 2011	
Årets værdireguleringer	
Tilbageførsel af værdireguleringer på afhændede ejendomme	
Værdireguleringer 31. december 2011	
Regnskabsmæssig værdi 31. december 2011	
Heraf finansielt leasede investeringsejendomme	

Figur 7.3: Note for investeringsejendomme i henhold til RVL 16

Ovenstående anlægsnote minder meget om anlægsnoten, der opstilles ved anvendelse af RVL 10. Forskellen ligger i, at op- og nedskrivninger er samlet under et punkt for værdireguleringer, og samtidig er afskrivninger selvfølgelig ikke en del af noten. Der skal også stadig ske oplysninger omkring indregnede leasede investeringsejendomme i henhold til ÅRL § 90a.

Derudover skal der ske oplysninger omkring tilgang ved fusioner, og der skal ske kursregulering ved omregning fra fremmed valuta, overførsel til og fra andre poster, afgang ved spaltning og virksomhedssalg samt den andel af årets tilgang til kostpris, der udgør forbedringer.³³ Ligeledes skal pantsætninger, sikkerhedsstillelser og begrænsninger i ejendomsretten oplyses.

³³ RVL 10.61

Endvidere skal der i noterne oplyses om den samlede dagsværdi af investeringsejendomme, hvor der har været anvendt eksterne vurderingsmænd ved fastsættelsen af dagsværdien, samt der skal oplyses kvalifikationer og navn på den eksterne vurderingsmand. Der skal også oplyses dagsværdien på investeringsejendomme, der er målt ved hjælp af afkastbaserede værdiansættelsesmodeller. Samtidig skal der oplyses om det vejede gennemsnit af diskonteringsfaktorer, der er anvendt til målingen. Det anbefales, at lave følsomhedsberegninger med ændret diskonteringsfaktor.

Værdien af investeringsejendomme, der ikke er målt med afkastbaserede modeller, skal der også gives noteoplysninger omkring, herunder skal lejeværdien og driftsomkostningerne af disse ejendomme oplyses.

Ud fra ovenstående omkring RVL 16 er den skitserede anlægsnote ikke fuldt dækkende, derfor bør der suppleres med de manglende oplysninger, og disse oplysninger kan tilføjes i et tekstafsnit omkring relevante forhold. Det vurderes, at den anvendte diskonteringsfaktor har stor betydning for regnskabsbrugeren, således vedkommende selv kan lave sin egen vurdering af årsrapporten.

Derfor vil det være en mulighed at oplyse om diskonteringsfaktorerne på følgende måde:

	Laveste		Gennemsnit		Højeste	
	2011	2010	2011	2010	2011	2010
Industriejendomme	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx
Forretningsejendomme	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx
Kontorejendomme	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx	x,xx

Figur 7.4: Specifikation af anvendt diskonteringsfaktor

7.3.3 Sammenholdelse med IAS 40

Præsentation af investeringsejendomme i henhold dansk regnskabsregulering følger stort set den internationale regnskabsregulering, da der ikke stilles særskilte krav til opstillingen i regnskabet.

Noteoplysningskravene i IAS 40.74-79 er i væsentligste træk de samme, som er omtalt ovenfor under regnskabsvejledning 16.

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er nu gennemgået. I det efterfølgende vil der ske gennemgang af den regnskabsmæssige begrebsramme og det retvisende billede.

8 Regnskabsmæssige begrebsramme og det retvisende billede

I dette kapitel vil der blive gennemgået en teoretisk behandling af årsregnskabslovens begrebsramme for i den forbindelse at give en definition på begrebet retvisende billede i henhold til ÅRL § 11, herunder opfyldelse af kvalitetskravene i henhold til ÅRL § 12 samt de grundlæggende forudsætninger i henhold til ÅRL § 13.

Efterfølgende vil der med udgangspunkt i fortolkningen af årsregnskabslovens generalklausul et retvisende billede forsøge at fastsætte, hvilke kriterier der skal opfyldes af den anvendte model til måling af investeringsejendomme, for at årsrapporten giver et retvisende billede. Formålet med kapitlet er komme frem til argumenter, der kan fastsætte kriterier, som værdiansættelsesmodellen skal opfylde, for at den opgjorte værdi på en investeringsejendom i højst mulig grad kan anses for at være retvisende.

8.1 Problemstillinger omkring opfyldelse af det retvisende billede

Som det i tidligere kapitel af nævnt, kan virksomheder, der har investering som hovedaktivitet, vælge at måle investeringsaktiver til dagsværdi, i forhold til hovedreglen som anvender måling til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger.

Den mulighed ÅRL § 38 giver for at vælge mellem måling til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger og dagsværdi, er med til at skabe en regnskabsmæssig problemstilling omkring aflæggelsen af årsregnskabet, da der skal vælges målemetode, samtlige med at der er pligt til at overholde den regnskabsmæssige begrebsramme omkring det retvisende billede.

Problemet består i, at årsregnskabsloven giver mulighed for flere forskellige måder at måle på i henhold til ÅRL § 36, 38 samt 40-43, hvilket kan give udslag i at et aktiv kan opgøres til væsentlig vidt forskellige værdier alt efter hvilken metode, der anvendes. Det er et spørgsmål, om denne valgmulighed er reel i forhold til, at årsrapporten skal give et retvisende billede. For at kunne argumentere for og imod dette spørgsmål, er der nedenfor gennemgået formål, opbygning og indhold i den regnskabsmæssige begrebsramme, for at fastsætte nogen kriterier som skal opfyldes i forbindelse med valg af målemetode, således at det retvisende billede opfyldes.

8.2 Formål, opbygning og indhold i henhold til begrebsrammen

8.2.1. Begrebsrammens formål

Den regnskabsmæssige begrebsramme har til formål, at give nogle generelle retningslinjer for årsrapportens udformning med det formål at opnå den største mulige nytteværdi for regnskabsbrugerne. Følgende formål kan oplistes³⁴:

- Vejlede lovgivere og standardsættere ved udarbejdelse af det tekniske regelsæt
- Danne referenceramme for løsning af regnskabsproblemer, som ikke er løst af eksisterende lovgivning eller standarder
- Forøge sammenligneligheden ved at reducere antallet af mulige alternative metoder og konsistensen ved at benytte samme teoretiske fundament
- Modvirke indflydelse af enkeltpersoners særinteresse og politiske pres
- Reducere analyseomkostninger i forbindelse med løsning af tvivlsspørgsmål
- Forøge regnskabsbrugerens tillid til og forståelse af årsrapporten

Begrebsrammens formål er i store træk inspireret af udvikling i den internationale regnskabsregulering. Den internationale regnskabsregulerings begrebsramme har til formål at hjælpe standardsættere til at udvikle fremtidige standarder samt gennemgå de eksisterende standarder. Derudover har den til formål at hjælpe med at harmonisere bestemmelser, regnskabsstandarder og metoder for præsentation af årsregnskaber for derved at reducere antallet af alternative regnskabsmæssige metoder. Samtidig skal den være med til at hjælpe nationale standardsættere til at udarbejde nationale standarder.³⁵

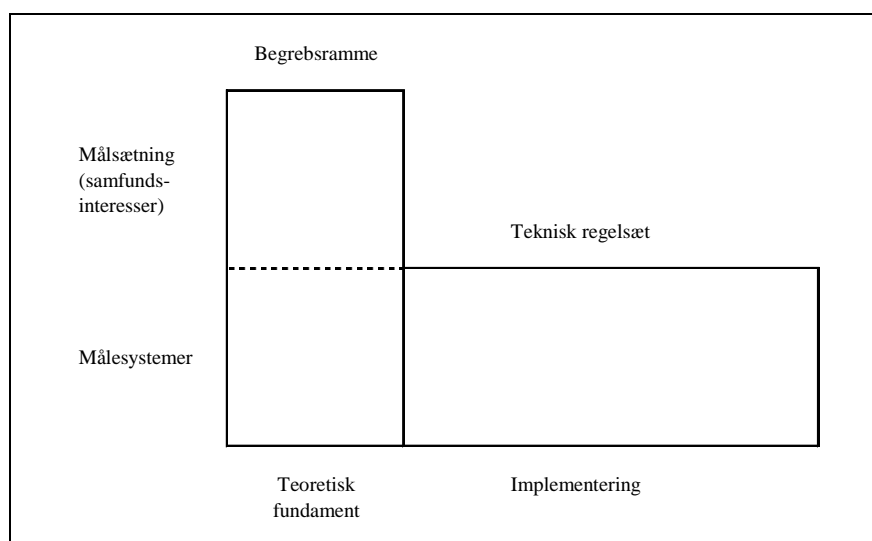
8.2.2 Begrebsrammens opbygning og indhold

Generalklausulen ”det retvisende billede” kan til tider være en bred definition, som derfor ikke kan fortolkes alene. Det er derfor vi har en begrebsramme, som har til formål at give nogle generelle retningslinjer for, hvordan årsrapporten bør udarbejdes, for at det giver mest mulig nytteværdi for regnskabsbrugerne. Derudover består årsregnskabsloven af en begrebsramme, der udgør det teoretiske fundament, samt et teknisk regelsæt af specifikke bestemmelser til at implementere begrebsrammen.

³⁴ Jens O. Elling – Årsrapporten – Teori og regulering – side 160

³⁵ IFRS – side 35

Dette kan illustreres som følger nedenfor:



Figur 8.1: Årsregnskabslovens formelle opbygning i begrebsramme og teknisk regelsæt

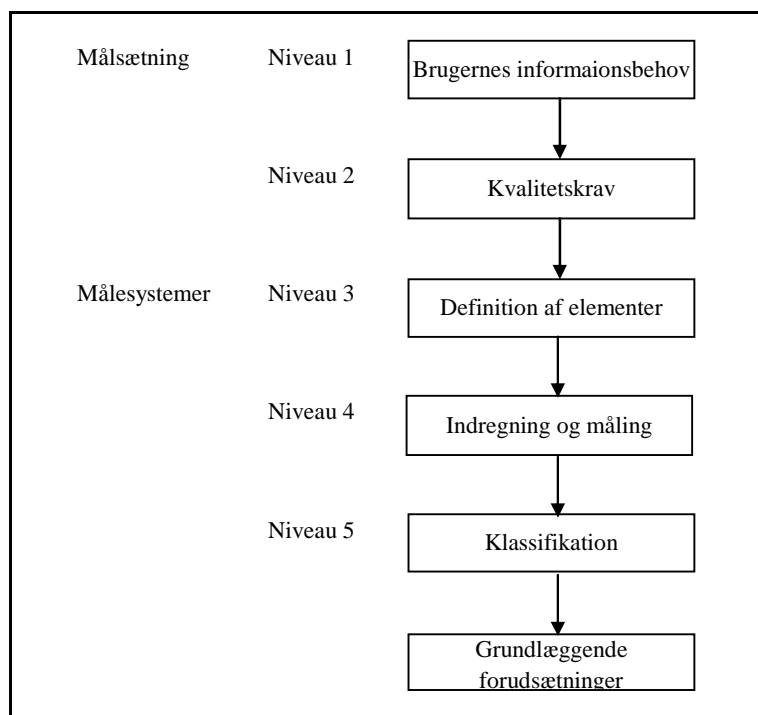
Begrebsrammen er sammensat af 5 niveauer, som i 1. niveau tager udgangspunkt i informationsbehovene. Niveau 2 er med til at fastlægge kvalitetskravene, som bør opfyldes for at få dækket informationsbehovene. Disse 2 niveauer er med til at danne målsætningen for årsrapporten, og er derfor med til at opfylde indholdet i generalklausulen ”det retvisende billede”.

De efterfølgende 3 niveauer er med til at konkretisere kriterierne og kravene, der skal stilles til målesystemerne for at kunne opfylde målsætningen i praksis. Niveau 3 behandler nogle definitioner på aktiver og forpligtelser, som er baseret på formueorienterede regnskabsteori. Derudover indeholder niveau 3 også definition på begreber, som indgår i ledelsesberetningen og den supplerende beretning omkring viden, miljø og social ansvar mv. Niveau 3 er ikke en tilstrækkelig forudsætning for indregning, der er samtidig nogen kriterier i niveau 4, som skal være opfyldte, før der i praksis kan foretages indregning i årsrapporten.

Der skal således i niveau 4 foretages nogle målinger af de enkelte dele i årsrapporten, for at der kan ske indregning. I forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme, er det her de forskellige værdiansættelsesmodeller kommer i spil for at måle værdien af investeringsejendommene. Samtidig i forbindelse med niveau 4 sker den endelige indregning af de enkelte dele i årsrapporten, og hermed også indregning af investeringsejendommene.

Niveau 5 har med klassifikation og præsentation af årsregnskab, ledelsesberetning og supplerende beretning at gøre. Det vil sige, at det er på dette niveau, man fastlægger, hvilken regnskabspost der er tale om, og i den forbindelse præsenterer regnskabsposten ud fra de krav, der stilles dertil.

Begrebsrammens 5 niveauer kan illustreres på følgende måde:



Figur 8.2: Begrebsrammens 5 niveauer³⁶

Brugernes informationsbehov (Niveau 1) kan være meget forskellige, da de enkelte brugere kan have vidt forskellige interesser. Der er derfor flere interessegrupper, hvilket kan være nuværende og kommende investorer, der har interesse i virksomhedens nuværende afkast samt fremtidige afkastmuligheder. Det har derfor stor betydning for investorerne, at de får deres informationsbehov dækket, da der skal træffes beslutning om køb eller salg af aktier i den pågældende virksomhed. Virksomhedens ansatte er interessenter, og har naturligvis stor interesse i virksomhedens nuværende og fremtidig økonomiske situation. De har et informationsbehov, der skal dækkes i forbindelse med, om de kan føle sig tryk på der arbejdsplads, eller om der er en overhængende risiko for, at medarbejderstaben kan blive reduceret. Lokalsamfundet har interesse i at få information om

³⁶ Jens O. Elling – Årsrapporten – Teori og regulering – side 161

virksomheden kan bidrage med skatteindtægter, og om virksomheden kan være med til at øge beskæftigelsen i fremtiden.

Da der er så mange interessegrupper, vil det blive en kæmpe rapport, som skal udfærdiges. Samtidig vil der være informationer, som kun er rettet mod en meget begrænset gruppe interessenter. Derfor har man med inspiration i IASB's framework samt af hensyn til den internationale regnskabsharmonisering valgt at bedømme nytteværdien af den lovpligtige del af årsrapporten i relation til virksomhedens evne til at skabe værdi for aktionærene.³⁷ Det betyder derfor, at det er det finansielle informationsbehov, der er fokus på, da det antages, at opfylder man aktionærernes informationsbehov, har man også opfyldt alle væsentlige finansielle informationsbehov hos øvrige interessenter. I den danske regnskabsregulering har man udvidet målsætningen til også at omfatte alle interessenter og ikke kun aktionærene.³⁸

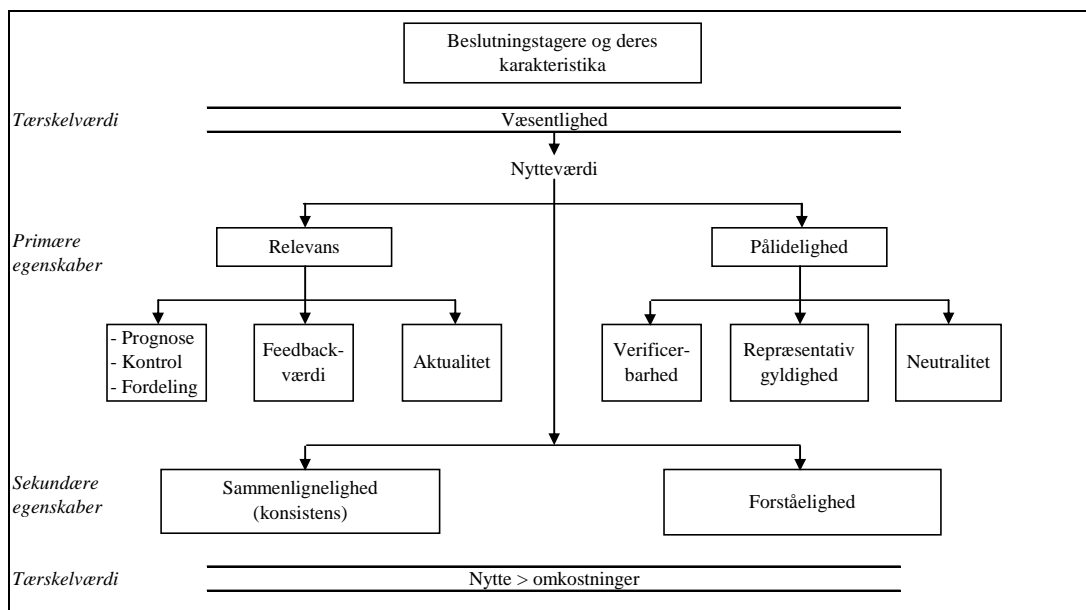
Kvalitetskravene i niveau 2 indeholder de kvalitative egenskaber, der er med til at udfylde og præcisere, hvilke krav der er til at årsrapporten opnår tilstrækkelig nytteværdi for brugerne af hensyn til deres informationsbehov.

De primære kvalitetskrav ved regnskabsinformation, der gør sig nyttig for beslutningstageren, er relevans og pålidelighed. Disse kvaliteter skal være opfyldt til et minimumsniveau for at informationen kan være til nytte for beslutningstageren, da irrelevant og upålidelig information er uden nytteværdi for beslutningstageren. Begge primære kvalitetskrav understøttes af underliggende krav.

³⁷ Jens O. Elling – Årsrapporten – Teori og regulering – side 163

³⁸ Jens O. Elling – Årsrapporten – Teori og regulering – side 164

Kvalitetskravene til årsrapporten kan illustreres som i nedenstående figur, der viser kvalitetshierarkiet:



Figur 8.3: Et hierarki af kvalitetskrav til regnskabsinformation for at skabe nytteværdi (kvalitetshierarkiet)³⁹

I hierarkiet tages der udgangspunkt i de brugerspecifikke karakteristika. Dette er et udtryk for, at den danske regnskabsregulering gør begrebsrammens målsætning større set i forhold til IASB, da den danske regnskabsregulering har til hensigt at fokusere på en bredere kreds af interessenter end kun aktionærerne, hvilket er IASB's primære fokusområde.

I kvalitetshierarkiet befinder sig to tærskelværdier, som består af væsentlighed og nytte > omkostninger, som regnskabsinformationen skal opfylde.

Væsentlighed har den egenskab, at brugerne kun skal have informationer, som anses for væsentlige for brugerne til at træffe sine beslutninger ud fra. Ses der derfor bort fra væsentlighed i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten, er der risiko for, at årsrapporten kommer til at indeholde informationer, der ikke er vigtig for brugerne, og det kan være med til at forstyrre overblikket i årsrapporten, hvilket kan udmønte sig i dårlig beslutningstagning fra brugerne side.

Med tærskelværdien nytte > omkostninger skal forstås, at man bl.a. tager hensyn til de mindre virksomheder, i den forbindelse at der ikke påføres disse virksomheder store omkostninger ved at sætte krav om opfyldelse af omfattende standarder, som ikke står mål med nytteværdien af de

³⁹ Jens O. Elling – Årsrapporten – Teori og regulering – side 169

regnskabsinformationer, som man får ud af det i forhold denne størrelse virksomheder. Denne tærskelværdi bliver opfyldt i forbindelse med anvendelse af årsregnskabslovens byggeklodsmode.

Relevans og pålidelighed er de primære egenskaber, der som regnskabsinformation skal opfyldes. I henhold til ÅRL § 12 stk. 3 skal årsrapporten udarbejdes således, at den informerer om de normale forhold, der normalt er relevante for regnskabsbrugerne. Samtidig skal oplysninger være pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer af disse.

Relevans er i sig selv et bredt udsagn. Det skal derfor være forbundet til et eller andet formål. Det er vigtigt, at den indsamlede information er i stand til at gøre en forskel i en bestemt beslutningssituation.

Relevans er opdelt i 3 underliggende kasser, som er værdi for prognose-, kontrol- eller fordelingsopgaverne, feedback-værdi og aktualitet. Med prognoseværdi skal forstås information, der er med til at forbedre sandsynligheden for at kunne forudsige resultatet af de begivenheder, der skal være med til at genererer den fremtidige indtjening. Kontrolværdien har til formål at forbedre den eksterne brugers mulighed for at vurdere den historisk økonomiske udvikling, samt udviklingen omkring miljø, de sociale forhold m.v. Værdien af fordelingen er afhængig af kvaliteten af det regnskabsmæssige overskud som målestoksforhold i forhold til den maksimale fordelingsevne. Denne egenskab er forbundet med målingen af kapitalvedligeholdelsen, der ligger til grund for beregning af overskuddet.

Feedback-værdien er tæt tilknyttet til prognoseværdien. Denne værdi har til formål, at fastsætte eller ændre udfaldet af tidligere forventninger, og samtidig være med til at danne grundlag for fremtidige forventninger. I denne forbindelse har feedback-værdien stor betydning og indflydelse for prognoseværdien.

Aktualitet er et logisk krav, som skal opfyldes, da uaktuel information er irrelevant.

Pålidelighed er den anden primære egenskab, og defineres som information der kan verificeres og efterprøves samt i højst mulig omfang afspejler virkeligheden. Pålidelighed består i henhold til

kvalitetshierarkiet også af 3 underliggende kasser, hvilke er verificerbarhed, repræsentativ gyldighed og neutralitet.

For at informationer kan være pålidelige, er det et krav, at de stemmer overens med kendsgerningerne. Årsrapporten indeholder i praksis en række målinger, der kan være usikkerhed omkring, hvilket betyder, at objektiv sandhed er ikke eksisterende. I disse situationer kommer verificerbarhed til sin ret, hvilket er den efterkontrol, som kan dokumentere de poster, der måles.

Verificerbarhed vedrører kun, det man måler, hvorimod repræsentativ gyldighed også tager hånd omkring, det der ikke måles, da kravet indebærer, at både positive og negative forhold vedrørende virksomheden oplyses. Det betyder derfor også, at repræsentativ gyldighed ikke kun har betydning informationens pålidelighed, men også informationens relevans.

Kvalitetskravet neutralitet er en underliggende kvalitet under pålidelighed, der har til formål at sikre, at regnskabsinformation ikke må indeholde farvede oplysninger, der kan være med til at påvirke brugerne i en bestemt retning eller at fremme en særlig adfærd hos brugerne.

Relevans og pålideligheds indbyrdes forhold har udviklet sig imod i højere grad at udarbejde værdibaserede regnskaber. Da der er større fokus på værdibaserede regnskaber, ville denne fokus naturligvis rykke sig fra pålidelighed til relevans angående investeringsejendomme, da pålidelighed bygger på, at værdier verificeres gennem kostpriser i modsætning til relevans, der bygger på værdier, der forsøger at afspejle investeringsejendommens reelle værdier ved at finde deres dagsværdier.

Selvom om udviklingen går mere og mere i retningen af værdibaserede regnskaber, så er det stadig vigtigt at opfylde et vist minimumsniveau af begge kvalitetskrav, da det antages stadig at udgøre en nytteværdi for beslutningstagerne. Det er en selvfølge, at man forsøger at kombinere de to kvalitetskrav bedst muligt, for at det giver den højeste nytteværdi.

De sekundære egenskaber i kvalitetshierarkiet er sammenlignelighed og forståelighed, og det er disse to egenskaber, som udgør det nederste kvalitetsniveau i kvalitetshierarkiet.

Sammenlignelighed er den kvalitet, der skal være med til at sikre at brugerne har mulighed for over tid eller mellem ensartede virksomheder at sammenligne den enkelte regnskabsmæssige post eller virksomheders økonomiske udvikling. Det skal hertil siges, at det er vigtigt at understrege, at sammenlignelighed ikke er et synonym med ensretning af metoder. Sammenlignelighed er en mulighed, når informationerne har en sådan kvalitet, at regnskabsbrugerne bliver bedre i stand til at træffe de bedst mulige beslutninger.

Forståelighed er ligesom sammenlignelighed en vigtig kvalitet omkring regnskabsinformation, der skal være til stede, for at den er med til at give regnskabsbrugerne den tilstrækkelige nytteværdi. Der er selvsagt en stor sandsynlighed for, at der kan være stor forskel på forståeligheden fra en bruger til en anden. Det er dog et mål, at den generelle regnskabsinformation skal præsenteres således, at den er forståelig for en bred gruppe af brugere, som har en generel forståelse for en årsrapport. Det er dog vigtigt at præcisere, at man ikke bør undlade informationer af kompliceret grad, hvis det har afgørende betydning for at opnå et retvisende billede.

8.3 Kriterier for retvisende billede ved måling af investeringsejendomme

Generalklausulen det retvisende billede er en speciel bestemmelse, der er hævet over al øvrig regnskabsregulering i Danmark, hvorfor der i de efterfølgende afsnit vil være fokus på opfyldelse af de krav, der er omkring det retvisende billede ved måling af investeringsejendomme. Jeg vil således forsøge at fastsætte et sæt kriterier, der skal opfyldes, for at den anvendte metode til måling af investeringsejendomme udviser et retvisende billede i regnskabet.

Overordnet set kan man præsentere værdien af investeringsejendommene ved at aflægge regnskabet efter både kostprismetoden og dagsværdimetoden. Der er argumenter både for og imod brugen af de to målemodeller, men i relation til tærskelværdien nytte > omkostninger er der ingen tvivl om, at forholdet der skal afklares, er forholdet mellem omkostninger ved måling og den generede nytteværdi af målingen. Ved væsentlighed skal man se på, hvorledes den væsentligste information i form af værdien af ejendommene måles og præsenteres i årsrapporten.

Skal regnskabsbruger informeres om virksomhedens udvikling generelt, og skal investorerne mere specifikt informeres om udvikling i deres investering, mener jeg, at årsrapporten skal oplyse om alle væsentlige værdireguleringer af investeringsejendommene, der skønnes indtruffet i perioden, for at det udgør et retvisende billede. Neutralitet, som er en del for opnåelse af pålidelighed i

kvalitetshierarkiet, understøtter overstående vurdering. Dette begrundes med, at neutralitet tilsiger, at alle værdiændringer skal vises, lige meget indvirkning på egenkapital og resultatopgørelse.

Neutralitet giver hermed grund til overvejelser omkring, hvorvidt kostprismetoden og dagsværdimetoden opfylder dette kriterium omkring at vise alle værdireguleringer.

Der vil i det efterfølgende blive forsøgt at fastsætte kriteriesæt omkring opfyldelse af kravene, der er forbundet med opfyldelse af det retvisende billede for både kostprismetode og dagsværdimetode ved måling af investeringsejendomme.

8.3.1 Vurdering af kostpris i forhold til det retvisende billede

For at kunne bestemme værdien af investeringsejendommene efter kostprismetoden, skal det først afklares, om det er muligt at kostpris kan udgøre et retvisende billede af den reelle værdi. Ud fra den betragtning at udviklingen ved aflæggelse af regnskab går mod værdibaserede regnskabsaflæggelse samt indholdet i neutralitetskriteriet, er det min vurdering, at kostprismetoden ikke afspejler investeringsejendommenes reelle værdi. Ifølge neutralitetskriteriet skal enhver værdiændring vises, og ved anvendelse af kostprismetoden kan det kun opnås ved, at målingen suppleres af verbale informationer i eksempelvis ledelsesberetningen om udviklingen i ejendomsporteføljens værdi. Jeg vurderer, at det giver nok information og nytteværdi for regnskabsbrugerne for en kortere periode. På længere sigt vil regnskabsinformationer efter kostpris miste nytteværdi overfor regnskabsinformationer baseret på dagsværdi.

Den primære egenskab relevans har kriterierne prognose-, kontrol- og fordelingsopgaven, feedbackværdi samt aktualitet. Kigger man nærmere på prognoseopgaven i forhold til kostprismetoden, vurderer jeg, at det minimerer mulighederne for over tid at analysere på værdiudviklingen på ejendommene i forbindelse med fastsættelse af fremtidig indtjening/værditilvækst. Dette er medvirkende til, at investorerne får svære ved at vurdere, om de får tilstrækkeligt ud af deres investering. Samtidig har regnskabsbrugerne svært ved at vurdere, om ledelsen har ageret forsvarligt og placeret ressourcerne fornuftigt. I forbindelse med anvendelse af kostprismetoden kræver det supplerende omfattende verbale informationer, for at tilfredsstille regnskabsbrugernes informationsbehov. Omkring fordelingsopgaven vil manglende værdireguleringer ved anvendelse af kostprismetoden være en ulempe for aktionærerne, da værdireguleringer på ejendommene giver større mulighed for udlodning udbytte til aktionærerne.

Det andet kriterium under relevans er feedbackværdi. Min vurdering omkring dette kriterium er, at kostprismodellen ikke giver nok informationsværdi i forhold til brugernes vurdering af tidligere forventninger. Ser man på feedbackværdi i forbindelse med et ejendomssalg, kan man kun se salgsprisen målt i forhold til den historiske kostpris, hvor værdien formentlig vil vise, at ejendommen står opført til en pris, der ligger langt fra den reelle salgspris. Hvilket er med til at give en utroværdig feedbackværdi, som ikke har nytteværdi for regnskabsbrugere.

Det sidste kriterium under relevans er aktualitet, som har fokus på værdien af ejendommene. Her er det min vurdering, at kostprismetoden ikke opfylder aktualitetskriteriet, grundet at jeg over tid ikke ser kostpris for værende aktuel, da den ikke tager højde for den løbende værditilvækst på ejendommene, og dermed afspejler metoden ikke de aktuelle ejendomsværdier.

Den anden primære egenskab pålidelighed har kriterierne verificerbarhed, repræsentativ gyldighed og neutralitet. Verificerbarhed har forholdsvis stor betydning for det retvisende billede, da der i forbindelse med kostprismetoden skal verificeres værdier og deres ægthed i denne metode. Det er dog min vurdering, at neutralitet har størst betydning for valg af metode, da dette kriterium siger, at regnskabsinformationen ikke må tilstræbe at føre til et farvet resultat, eller fremme særlig adfærd hos regnskabsbrugere. Der skal dog stadig i forbindelse med anvendelse af kostprismetoden udføres en vurdering af værdierne på ejendommene, hvor eventuelle positive værdireguleringer bindes på egenkapital i modsætning negative værdireguleringer, som skal indregnes i resultatopgørelsen. Det er tidligere nævnt, at der ikke er tilstrækkelig nytteværdi ved kostprismetoden, hvorfor der dermed er behov for supplerende verbale oplysninger. Samtidig kan det konstateres, at der fra ledelsens side alligevel skal tages stilling til ejendommenes nettorealisationseværdi, hvilket kræver meget arbejde ved siden af. Jeg mener derfor, at der allerede er lagt op til, at man bør anvende dagsværdimetoden i relation til fastlæggelse af ejendommenes dagsværdier, også i forhold til tærskelværdien nytte > omkostninger samt det retvisende billede.

8.3.2 Kriterier for dagsværdimodeller

Dagsværdimodeller er ikke et entydigt begreb. Der findes flere anerkendte metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme efter dagsværdimetoden. Jeg vil i dette afsnit forsøge at afgrænse nogle kriterier, som de anvendte modeller skal opfylde for at kunne give et retvisende billede af ejendommenes dagsværdier.

For det første siger ÅRL § 38, at hvor investering er hovedaktivitet, kan man anvende dagsværdimetoden til fastsættelse af dagsværdien. Årsregnskabsloven har ingen definition af dagsværdi, hvorimod RVL 16 er den danske regnskabsvejledning, der står for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. RVL 16.8 siger, at dagsværdi er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter. Definitionen på kvalificerede parter er, at både køber og sælger er rimeligt informere om ejendommens karakteristika, den nuværende og mulige anvendelse samt markedsforholdene på balancedagen, i henhold til RVL 16.28. Villige parter er i henhold til RVL 16.29-30, at køber og sælger er interesserede men ikke tvunget til at handle ud fra de pågældende markedsvilkår. Det betyder, at køber ikke er interesseret i at betale mere end markedsprisen, og sælger ønsker derimod at få den bedste pris, der kan opnås på markedet på det givende tidspunkt.

RVL 16 indeholder også et hierarki, der forklarer, hvilken metode der er bedst til at finde investeringsejendommenes dagsværdi. RVL 16.32 giver udtryk for, at det bedste grundlag for vurdering af dagsværdien opnås normalt ved sammenligning med handelspriser på nyligt handlede ejendomme med samme vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelsesmuligheder m.v. Er det ikke muligt at anvende denne metode, skal der i henhold til RVL 16.33 foretages et skøn over den forventede dagsværdi. Skøn af forventede dagsværdi foretages sædvanligvis ved anvendelse af afkastbaserede modeller. Den nederste metode i hierarkiet er anvendelse af den offentlige ejendomsvurdering, der anvendes såfremt den skønnes, at afspejle den skønnede dagsværdi, hvilket formodentlig sjældent vil være tilfældet.

Hierarkiets øverste metode om sammenligning med lignende nyligt handlede ejendomme kræver forholdsvis meget research ved en værdiansættelse af en virksomheds investeringsejendomme. Derudover må det antages, at der er oplysninger i forbindelse med ovennævnte handler, som ikke er tilgængelige, medmindre virksomheden selv har været indblandet i handlen. Hvis man tager udgangspunkt i ovenstående punkter, kan det være svært at vide, om der handles mellem kvalificerede og villige parter, eller om sælger er tvunget til at sælge. Kigger man samtidig på en lignende ejendoms vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelsesmuligheder m.v., kan det blive ressourcekrævende samt bekosteligt at få indsamle oplysninger, der kan bevise sammenlignelighed med virksomhedens egen ejendom.

Vælger virksomheden at anvende denne metode, kræver det, at man skal opsøge disse oplysninger hver gang, man skal måle sine investeringsejendomme, hvilket typisk vil være en gang årligt ved regnskabsudarbejdelsen. Min vurdering er, at det vil være meget omfangsrigt, tidskrævende og bekostelig metode at anvende.

Inden man vælger at anvende denne metode til værdiansættelse af investeringsejendomme, bør man gennemgå de relevante kriterier i kvalitetshierarkiet, som skal vurderes i forhold til anvendelse af denne værdiansættelsesmetode. Først skal man sikre sig ved anvendelse af denne metode, at man opnår en nytte, som er større end de omkostninger, der bruges ved anvendelse af denne metode i forhold til anvendelse af andre metoder. Derudover skal det vurderes, hvilken tidshorisont for nyligt gennemførte handler, der opfylder aktualitet og dermed også relevans i kvalitetshierarkiet, samt hvorvidt der kan opnås tilstrækkelig verificerbarhed og hermed pålidelighed i henhold til sammenligningsgrundlag mellem en nyligt handlet ejendom og virksomhedens egen ejendom. Endelig skal det vurderes, at man i fremtiden kan sikre sig samme høje grad af sammenligningsgrundlag mellem efterfølgende handlede ejendomme og virksomhedens egne ejendomme, og at man derved kan blive ved med at opfylde generalklausulen det retvisende billede ved fastsættelsen af dagsværdien på ejendommene. Alle de kriterier denne metode skal opfylde, er der meget usikkerhed omkring kan opfyldes nu og i fremtiden, derfor anbefaler jeg ikke denne metode til værdiansættelse.

Anden mulighed i dagsværdihierarkiet er en skønnet dagsværdi, der sædvanligvis opgøres gennem anvendelse af afkastbaserede værdiansættelsesmodeller. I praksis er det min erfaring, at der kun er to modeller, som anvendes til opgørelse af dagværdi på investeringsejendomme i Danmark. Der er her tale om normalindtjeningsmodellen og discounted cash flow modellen (DCF-modellen). Begge disse værdiansættelsesmodeller oplever op til kravene i den danske regnskabsregulering i forhold til RVL 16. Samtidig overholder modellerne også den internationale regnskabsregulering omkring investeringsejendomme, som er repræsenteret ved IAS 40.

Kort beskrevet er normalindtjeningsmodellen en forholdsvis overskuelig model, som er meget velkendt på ejendomsmarkedet. Modellen anvender en opgørelse af en ejendoms forventede

driftsafkast for det kommende år. I samme forbindelse skal afkastkravet fastlægges ud fra en vurdering af risikoen for den enkelte ejendom i porteføljen.

DCF-modellen er baseret på en længere forventet driftsperiode på 5-10 år for hver enkelt ejendom. For hver budgetår skal der opgøres de frie pengestrømme, som ejendommen forventes at generere, hvor inflationen er indregnes for de enkelte år. Efter endt budgetperiode opgøres de frie stabiliserede pengestrømme for terminalperioden, hvorefter der beregnes en terminalværdi ud fra forrentningskravet. For at finde frem til nutidsværdien af disse frie pengestrømme og terminalværdien, skal der fastlægges en diskonteringsfaktor, som de frie pengestrømme og terminalværdien skal tilbagediskonteres med for til sidst at akkumulere disse nutidsværdier for at finde dagsværdien.

Ved anvendelse af de afkastbaserede modeller skal der også være fokus på opfyldelse af kvalitetshierarkiet. I denne forbindelse kigges der på tærskelværdien nytte > omkostninger. Ud fra ovenstående vurderes det, at DCF-modellen er mere tidskrævende end normalindtjeningsmodellen, og stilles større krav til datagrundlaget samt til budgetlægningen, da det er en større periode, der skal anvendes til fastlæggelsen af ejendommens dagsværdi. Det må derfor antages, at det DCF-modellen er mere omkostningskrævende at administrere og håndtere end normalindtjeningsmodellen, og det skal derfor opvejes med, at brugernes nytteværdi bliver tilsvarende større i forhold til anvendelse af normalindtjeningsmodellen. Naturligvis skal der også kigges nærmere på den anden tærskelværdi væsentlighed. Det skal vurderes, om den forskellighed, der kan være i regnskabsinformationerne mellem de to modeller, er væsentlig. Det skal ses i det forhold, om forskelligheden er så stor, at den har betydning for regnskabsbrugernes beslutninger.

Fælles for de to modeller er, at man ved anvendelsen skal sikre sig, at det anvendte datagrundlag skal være pålidelig data, der kan benyttes til at understøtte den fremadrettede budgettering. Samtidig skal man have fastlagt forhold som udlejningsprocent/tomgang, udskiftningsfrekvens for lejere og den forventede prisudvikling. Derudover skal der tages højde for større fremtidige vedligeholdelsesarbejder samt evt. klargøringsomkostninger ved genudlejning af de tomme lejemål.

For regnskabsbrugere har det også stor betydning, at det verbale i regnskabet indeholder en begrundet redegørelse for deres opfattelse af udviklingen og de generelle tendenser i

ejendomsmarkedet omkring de segmenter, som virksomheder agerer på. Disse informationer skal være retvisende samt være sammenhængende med de tendenser, der kan antydes i budgettet.

Endeligt skal afkastkravet fastlægges til brug i forbindelse med beregningerne, hvilket er både påvirket af såvel interne som eksterne forhold. De interne forhold dækker over de eksisterende karakteristika, der er ved virksomhedens ejendomme og lejere samt aftalevilkår parterne imellem. Udbud og efterspørgsel vurderes også i relation til virksomhedens ejendomme. De eksterne forhold omfatter udvikling i renteniveauet samt generelle inflations- og konjunkturforskel. Tilsammen udgør alle disse benævnte forhold risikofaktorerne, der skal ende ud i et afkastkrav for den enkelte ejendom eller ejendomstype.

For at vurdere om dagsværdierne på ejendommene der er fastlagt ved hjælp af de afkastbaserede modeller giver et retvisende billede, skal der foretages en rationel vurdering af de beregnede dagsværdier for ejendommene i forhold til ejendomsmarkedet.

9 Værdiansættelse af investeringsejendomme

I dette kapitel vil den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme blive behandlet. Som tidligere nævnt kan værdiansættelse af investeringsejendomme foregå gennem flere forskellige modeller. Gennem årsregnskabsloven har virksomheder, med investering som hovedaktivitet, muligheden for at vælge mellem at måle investeringsaktiver til kostpris eller dagsværdi. Det er dog kun muligt at anvende dagsværdimetoden i den forbindelse, hvor der er tale om, at virksomheden kun har én hovedaktivitet⁴⁰. Det er dog min vurdering, at langt de fleste virksomheder, som har investeret i fast ejendom, skal anvende dagsværdimetoden, da denne eller disse ejendomme oftest ligger i et selskab for sig, således de ikke blandet sammen med andre aktiviteter. Kravet om at opfylde generalklausulen det retvisende billede skal overholdes, og for virksomheder med investeringsejendomme skal det gøres gennem dagsværdimetoden.

Som tidligere nævnt er der i RVL 16 oplistet et hierarki for metoder til måling af dagsværdien på en investeringsejendom. Øverst i hierarkiet findes sammenligning med handelspriser fra handel med lignende ejendomme på lignende beliggenhed m.v. Denne metode er dog ikke ofte anvendt, da det sjældent er muligt at finde ejendomme, som er sammenlignelige med den ejendom, som man skal værdiansætte. Næste metode i hierarkiet er skøn af ejendommens dagsværdi ved at anvende afkastbaserede værdiansættelsesmodeller, hvilket jeg vurderer, er den mest anvendte metode til at værdiansætte investeringsejendomme med.

Til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi er de mest anvendte modeller normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Ud fra ovenstående indledning vil jeg dermed sætte fokus på disse to værdiansættelsesmodeller. Der vil således i de kommende afsnit være en beskrivelse af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Denne beskrivelse vil komme til at indeholde en gennemgang af modellerne, og deres anvendelse. Med baggrund i behandlingen af den regnskabsmæssige begrebsramme vil modellerne blive kommenteret i relation til opfyldelse af det retvisende billede ved måling af investeringsejendomme. Efterfølgende vil der komme et praktisk eksempel på anvendelse af modeller, samt en vurdering af modellerne fordele og ulemper.

⁴⁰ Fondbådets afgørelse i 2. halvår af 2005 om indregning og måling af en koncerns ejendomme.

Afslutningsvis vil ovenstående udmønte sig i en sammenligning af de to afkastbaserede værdiansættelsesmodeller.

9.1 Beskrivelse af normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen er baseret på den normale indtjening, der generes på en investeringsejendom årligt. Denne model tager udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast for det kommende driftsår samt i et afkastkrav, som er fastsat på baggrund af vurderede risikoforhold ved ejendommen og der til den generelle udvikling i af markedrenten og konjunktoren. Derudover reguleres der for eventuelle særlige forhold ved de enkelte ejendomme.

I praksis er normalindtjeningsmodellen højst sandsynligt den mest anvendte værdiansættelsesmodel til opgørelse af dagsværdi på investeringsejendomme. Ud fra draget erfaring er det min vurdering, at langt hovedparten af små- og mellemstore investeringsejendomsvirksomheder anvender denne model til måling af dagsværdien på investeringsejendommene. Erhvervsmæglere anvender oftest normalindtjeningsmodellen til at værdiansætte beboelsesejendomme, da de betragter beboelsesejendomme for værende stabiliserede ejendomme.⁴¹

9.1.1 Normalindtjeningsmodellens 3 faser⁴²

Normalindtjeningsmodellen er opdelt i 3 faser, hvilket er ejendommens driftsafkast for det kommende år, afkastkravet og korrektion af særlige forhold for den enkelte ejendom. Faserne kan opstilles på følgende måde:

- Fase 1: Ejendommens driftsafkast
- Fase 2: Fastsættelse af forrentningskrav (afkastkrav)
- Fase 3: Tillæg og fradrag

⁴¹ I henhold til interview med Mattias Manstrup – Nybolig Erhverv

⁴² KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 46-53

Når de tre faser er udført for den enkelte investeringsejendom, er grundlaget fastlagt, og skal anvendes til at beregne dagsværdien for en investeringsejendom. Dagsværdien kan beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast} * 100}{\text{Afkastkrav}} \pm \text{korrektion af særlige forhold}$$

De 3 faser vil herefter blive gennemgået.

Fase 1: Ejendommens driftsafkast

Fastsættelsen af ejendommens driftsafkast opgøres med udgangspunkt i det forventede driftsafkast for de kommende 12 måneder, baseret på den viden der er omkring ejendommen på opgørelsestidspunktet. Den anvendte udvikling skal afspejle et normalt indtjeningsår for ejendommens drift. Driftsafkastet kan opgøres med følgende model:

+	Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgående lejekontrakter
+/-	Regulering til forventet markedleje
+	Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer
-	Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
-	Administrationsomkostninger
-	Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
=	<u>Budgetteret driftsafkast</u>

Figur 9.1: Opgørelse ejendommens driftsafkast⁴³

Modellen tager udgangspunkt i den forventede lejeindtægt fra allerede indgåede lejekontrakter i de kommende 12 måneder. Da driftsafkastet tager udgangspunkt i et normalår, og der samtidig er forventninger til at lejen bliver reguleret på sigt, så skal der foretages en regulering af den forventede markedsleje ved et tillæg eller fradrag til lejeindtægten, samt der skal skønnes en lejeindtægt på uudlejede arealer.

Regulering af forventet markedsleje skal give udtryk for forskellen med den reelle lejeindtægt og den skønnede markedsleje, som lejemålet kunne forventes at generere på sigt i en anden lejekontrakt. Grunden til at lejeindtægten kan skævvrides i forhold til markedslejen, kan skyldes en

⁴³ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 46

langsigtet lejekontrakt med fastsatte betingelser, som ikke følger markedslejen. Samtidig skal lejeindtægten tilføjes en skønnende årlige markedsleje for uudlejede arealer.

Den samlede lejeindtægt fra den ovenstående models 3 første linjer, svarer til at ejendommen er fuldt udlejet til den aktuelle markedsleje. Dette er ikke et helt reelt billede, derfor skal der korrigeres for tidsforskellen mellem opgørelsestidspunktet til reguleringerne indtræder.

Når fastlæggelsen af ejendommens potentielle markedslejeindtægt er endelig, skal omkostningerne i form af vedligeholdelsesomkostninger, administrationsomkostninger, ejendomsskatter m.v. fastlægges.

Opgørelse af vedligeholdelsesomkostninger sker ud fra de årlige gennemsnitlige budgetterede omkostninger til at vedligeholde ejendommen med i et normalt driftsår. Denne fordeling af vedligeholdelsesomkostninger sker, fordi udgiften oftest svinger fra år til år afhængig af hvilke vedligeholdelsesarbejder, der udføres de enkelte år, hvilket der kan være stor forskel på. For ejendomme der er omfattet af boligreguleringslovens § 18 og § 18b, skal der ved fastsættelsen af vedligeholdelsesudgiften tages højde for de årlige vedligeholdelsesforpligtelser.

Administrationsomkostninger opgøres til de budgetterede årlige udgifter til administration af ejendommen, hvilket udgør administration af lejemålet/lejemålene i ejendommen samt udførelse af bogholderimæssige opgaver i forbindelse med ejendommen. Dette betyder, at lige meget om det er ejeren selv, der varetager administrationen, eller om det er en ekstern virksomhed, der varetager opgaven, skal der opgøres administrationsomkostninger for ejendommen. I den forbindelse det er ejeren selv, der står for varetagelsen af administrationen af ejendommen, skal administrationsomkostningerne opgøres ud fra, at det er en ekstern administrator, der udfører opgaven. Er det en ekstern administrator, der udfører opgaven, er der oftest tale om, at der er indgået en skriftlig kontrakt for udførelsen af administrationsopgaven, hvilket betyder, at det er den kontrakt, der danner grundlag for de budgetterede administrationsomkostninger. Kontrakten kan være udformet således, at der fastsættes et honorar pr. lejemål ud fra lejeindtægten. Det fastsættes ofte ud fra 2 % bruttolejeindtægten, hvilket typisk vil blive anvendt for erhvervslejemål. Er det derimod boliglejemål, er det mest normalt med et fast honorar pr. lejemål.

Ejendomsskatter, afgifter og øvrige driftsomkostninger skal opgøres ud fra, at der er en sammenhæng mellem de skatter, afgifter m.v., lejerer betaler gennem sin husleje, og så den del der er udgiftsført under skatter, afgifter og andre omkostninger. Det betyder, at den indtægt udlejer modtager fra lejere for disse udgifter, skal modsvare disse udgifter, således de udligner hinanden. Oftest vil der blive lavet en opgørelseskonto i balancen, således man ikke får blandet disse poster ind i driftsafkastet.

Afregner lejer selv udgifterne, skal disse naturligvis ikke indregnes i driftsafkastet på ejendommen. Udgifter som lejer selv kunne tænkes at afregne kunne være forbrugsafgifter som el, vand, varme og renovation.

Der er således ikke flere forskellige typer driftsomkostninger ud over de ovennævnte driftsomkostninger, som skal indgå i opgørelsen af ejendommens drift. Finansielle omkostninger som er tilknyttet ejendommens gæld skal ikke medtages i driftsafkastet for ejendommen, da det ikke har noget med den ordinære drift at gøre. Typisk er udlejers finansieringsforhold ikke interessant for regnskabsbrugeren, da disse kan have forskellige finansieringsmuligheder.

Modtages der tilskud i forbindelse med byfornyelsesplaner, skal disse reguleres i indtægten, da sådanne tilskud betragtes som en ekstra ordinær post, og derfor ikke har noget med ejendommens ordinære drift at gøre.

Første fase af normalindtjeningsmodellen har således til formål at opgøre ejendommens driftsafkast for et gennemsnitlig normalt år. I det store hele skal driftsafkastet tømmes for ekstraordinære poster.

Fase 2: Fastsættelse af forrentningskrav (Afkastkrav)

Forrentningskravet fastsættes for hver enkelt ejendom, som skal værdiansættes. Denne faktor skal omvurderes hver gang ejendommen skal værdiansættes på ny, hvilket oftest er ved regnskabsårets afslutning. Forrentningskravet skal afspejle markeds- og risikoforholdene ved den enkelte ejendom på værdiansættelsestidspunktet.

For at kunne afspejle dette, fastsættes forrentningskravet ud fra en række samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold samt ud fra en række individuelle kvalitetsforhold for den enkelte bygning.

De samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold er væsentligst:

- a) Renteniveau*
- b) Inflation og høj- eller lavkonjunktur*

De individuelle kvalitetsforhold er væsentligst:

- c) Ejendommens beliggenhed*
- d) Type af ejendom*
- e) Lejernes bonitet*
- f) Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering m.v.*
- g) Alternative anvendelsesmuligheder/sandsynlighed for genudlejning*
- h) Udbud og efterspørgsel*

Figur 9.2: Kriterier for fastlæggelse af forrentningskrav⁴⁴

Ved fastsættelse af forrentningskravet skal forholdene i ovenstående figur tages med i betragtningen. Forrentningskravet er en følsom variabel, hvilket betyder, at det er meget vigtigt, at den bliver opgjort så nøjagtig som muligt med grundige overvejelser som grundlag herfor. I årsrapporter for investeringsvirksomheder er der også fokus på følsomhed, hvilket er i overensstemmelse med RVL 16.67, der anbefaler, at der i noterne gives oplysning om følsomheden på målingen ved anvendelse af forskellige diskonteringsfaktorer, end de faktorer som er anvendt til fastsættelsen af dagsværdien.

Nedenfor vil forholdene i ovenstående figur blive gennemgået enkeltvis, da disse er vigtige for at kunne fastlægge et så præcis forrentningskrav som muligt. Første vil der være en gennemgang af de samfundsmæssige forhold, herunder renteniveau samt inflation og høj- eller lavkonjunktur. Efterfølgende vil der være en gennemgang af de individuelle kvalitetsforhold, herunder ejendommens beliggenhed, type af ejendom, lejernes bonitet, vilkår i lejekontrakter, alternative anvendelsesmuligheder/sandsynlighed for genudlejning og udbud/efterspørgsel. Ved gennemgangen af forholdene nedenfor vil det tydelig fremgå, at ingen af forholdene kan stå alle. De vil på en eller andet led blive påvirket af hinanden.

⁴⁴ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 47

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Renteniveau

Ved fastlæggelsen af forrentningskravet har renteniveauet en stor betydning i denne procent. Oftest er sammenhængen mellem renteniveau og forrentningskravet, at de følges op og ned. Dvs. når der er tale om en stigende rente, vil denne typisk trække forrentningsprocenten i opadgående retning, og modsat vil en faldende rente trække forrentningsprocenten i nedadgående retning. Der er dog forhold, som kan være med til at trække dem i hvert sin retning.

Det er min vurdering, at den rente der har betydning for fastlæggelsen af forrentningskravet, bør være uafhængig fra virksomheden som ejer ejendommen og dens finansieringsforhold. Typisk vil det være den lange obligationsrente, der danner grundlag for fastsættelsen af forrentningskravet på en investeringsejendom. Grunden til at der oftest vælges den lange obligationsrente, er, at det er investorers alternative afkastmulighed.

Inflation og høj- eller lavkonjunktur

Inflation og konjunkturforhold skal naturligvis også tages med i overvejelserne ved fastlæggelse af forrentningskravet. Inflation og konjunkturforhold har dog mindre påvirkning på forrentningskravet end renteniveauet.

Inflation har den påvirkning at stigende inflation påvirker renteniveauet og forrentningskravet i opadgående retning, og selvsagt har faldende inflation den modsatte effekt af stigende inflation. Inflation og konjunkturforhold kan dog også have den effekt, at de trækker forrentningskravet i modsatte retning af renteniveauet. Grunden hertil kan være, at investorer i højkonjunktur ofte vil acceptere et lavere forrentningskrav, da de har en positiv forventning om stigende huslejer og højere udlejningsprocent. Selvom forrentningskravet er lavere end ønsket, så har investorerne en forventning til, at de stigende huslejeindtægter vil indhente det lavere forrentningskrav.

Det er ikke kun de samfundsmæssige forhold, som har betydning for fastsættelsen af forrentningskravet. Ejendommens individuelle kvalitetsforhold er også med til at bidrage til fastsættelse af forrentningskravet. Nedenfor vil disse kvalitetsforhold blive gennemgået.

Ejendommens beliggenhed har stor betydning for de fremtidige udlejnings-/genudlejningsmuligheder. En god beliggenhed er med til at gøre disse arealer mere attraktive,

hvilket naturligt fremmer udlejnings-/genudlejningsmulighederne for en ejendom. Det vil samtidig også give gode muligheder for stigning i lejeindtægterne. Når der er større sikkerhed omkring disse forhold, er investorerne også villige til at acceptere et mindre forrentningskrav. Ejendommens beliggenhed kan også påvirkes af nogle samfundsmæssige forhold, i og med at en god beliggenhed er mindre konjunkturfølsom end en ejendom, som har en dårlig beliggenhed. Den dårlige beliggenhed har større risiko for, at der opstår tomgangsperioder i forbindelse med lavkonjunktur end en ejendom med god beliggenhed.

Ejendommens type kan være boligejendom eller erhvervsejendom i form af kontor, lager, produktion, butik eller forretning. Type og beliggenhed kan også have større betydning for risikoen ved ejendommen. En ejendom der er indrettet som butik vil typisk have en god beliggenhed i beboelsesområde, hvorimod en ejendom anvendt til produktion vil befinde sig godt i et industriområde. Bytter disse to ejendomme placering vil beliggenhed gøre, at ejendommene ikke længere vil være særlig attraktive. Det er forhold, der har stor betydning for, hvilke forventninger investorer har til forrentningskravet på en ejendom ud fra ejendommens risiko i enkelte forhold. Ejendommens risiko forøges i den situation, hvor typen af ejendommen er specielt egnet til begrænsede formål. Hvorimod er ejendommen indrettet, således formålene med ejendommen ikke begrænses, er risikoen lavere, og dermed er forrentningskravet også lavere.

Ved lejernes bonitet tænkes der på, hvilket omdømme lejeren har, og på hvilke forventninger der er til at lejeren kan betale nu og i fremtiden. Derudover tænkes der på om lejeren bliver boende i tiden fremover. Gode lejere, som har tilstrækkelige evne og er villige til at betale, er naturligt forbundet med en mindre risiko, end lejere med dårlig evne og vilje til at betale.

Vilkårene i lejekontrakter har, som de øvrige forhold, også en betydning for forrentningskravet. En kontrakt hvor der er lang uopsigelighed på og har indlagt en faste lejeregulering må vurderes at have en lav risiko, hvor der er en sikker indtjening vil påvirke forrentningskravet i en nedadgående retning. Kontrakter bliver dog mere og mere risikofyldt, jo nærmere de kommer på sit udløb for uopsigelighed. Dermed sagt, at en lejekontrakt med kort opsigelighed er behæftet med en meget højere risiko. Samtidig bør der være opmærksomhed omkring, at ved lejeforhold der strækker sig over en længere årrække, vil der være pålagt et minimum af vedligeholdelsesomkostninger og

omforandringsomkostninger, som er med til at reducere forrentningskravet, da denne fordring oftest er pålagt lejer, hvilket samtidig er med til at holde ejendommen i en god stand.

Ejendommens alternative anvendelsesmuligheder knytter sig gerne til forholdet omkring ejendommens type. Fleksible ejendomme uden nogen former for restriktioner vil altid være nemmere at finde nye lejere til, hvilket er med til at nedbringe forrentningskravet. Er der derimod tale om en ejendom af speciel karakter, som er indrettet med begrænsninger, og samtidig er pålagt restriktioner, som er med til at begrænse anvendeligheden af ejendommen, vil det være med til at få forrentningskravet til at stige, da det besværliggør muligheden for hurtigt at finde nye lejere til en sådan ejendom. Samtidig kan der ligge store omforandringsomkostninger for udlejer for at gøre ejendommen mere attraktiv, hvilket også er med til at forhøje forrentningskravet.

Udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet er det sidste forhold i figuren, som naturligt også er et forhold, der skal tages med i vurdering, når forrentningskravet skal fastsættes. Er der mange ejendomme til salg af samme type på ejendomsmarkedet, er det klart at prisen presses ned på disse ejendomme, hvilket er med til at forøge forrentningskravet. Modsat er der få ejendomme til salg på ejendomsmarkedet, presses prisen op, hvilket er med til at reducere forrentningskravet. Grunden til at forrentningskravet ændre sig, er, at der ikke sker ændring på lejeindtægterne, når prisen ændres på ejendommen. Investors synspunkt er, at vedkommende kan godt acceptere et lavere driftsafkast, hvis der er udsigt til en overnormal værdistigning på ejendommen.

Nu er der set på udbud og efterspørgsel i en salgssituation. Ud fra egen vurdering burde forrentningskravet også påvirkes af udbud og efterspørgsel i en lejesituation. Der bør være lav risiko på en ejendom, som der er stor efterspørgsel efter på lejemarkedet. Samtidig vil der være høj risiko ved en ejendom, hvor der er et stort udbud på lejemarkedet. Specielt ejendomme med kort opsigelsesfrist bør have dette forhold med i vurderingen. Det er selvfølgelig mindre relevant for med ejendomme med kontrakter med lang uopsigelighed.

De væsentligste forhold, omkring samfundsmæssige og konjunkturbetingende forhold samt forhold omkring individuelle kvalitetsforhold, er gennemgået ovenfor. Det er som tidligere nævnt, de forhold som skal tages med i betragtningerne ved fastsættelsen af forrentningskravet. Ud fra en

Værdiansættelse af investeringsejendomme

samlet vurdering af ovennævnte forhold bliver forrentningskravet således fastsat for den enkelte ejendom.

Ved afrunding af fase 2 i normalindtjeningsmodellen skal det fastlægges, hvem der skal foretage vurderingen af forrentningskravet. Normalt bliver ejendomme værdiansat i forbindelse med udarbejdelsen af årsregnskabet. Det betyder, at det er ledelsen, der har ansvaret for fastlæggelsen af forrentningskravet samt værdiansættelsen af investeringsejendommene. Derfor bør det vurderes om ledelsen har den fornødne kompetence til at fastsætte forrentningskravet for en ejendom. I de fleste virksomheder med investeringsejendomme og mange års erfaring med disse, har et eller andet sted i organisationen en med ekspertise på dette område, som anvendes til fastsættelse af forrentningskravet.

Er situationen den, at der ikke forefindes en med disse kompetencer, bør der anvendes ekstern assistance til fastsættelse af forrentningskravet. Der skal derfor anvendes ekstern valuarbistand i form af en konkret ejendomsvurdering til opgørelse af markedsværdien på ejendommene.

Har man den fornødne ekspertise på området, bør der dog jævnligt foretages en valuarvurdering fra eksterne kilder, som kan anvendes til afstemning af egen fastlæggelse. Denne valuarvurdering kunne være i form af en oversigt over afkastkrav ved realiserede ejendomssalg inden for lignende type af investeringsejendomme og lignende område for beliggenhed. Med udgangspunkt i en sådan valuarvurdering kan ledelsen dermed foretage en begrundet korrektion i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendommene. Ifølge RVL 16 tilrådes det også, at der med jævne mellemrum foretages en ekstern vurdering af investeringsejendommene, for at afstemme egen vurderinger med indhentede valuarvurdering, selvom man har den fornødne kompetence på området.

Fase 2 er afsluttet på det tidspunkt, hvor forrentningskravet er fastlagt på baggrund af en samlet vurdering af ovennævnte forhold.

Fase 3: Tillæg og fradrag

Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i et driftsafkast fastsat ud fra et gennemsnitligt driftsår, dvs. der tages udgangspunkt i lejeindtægter på en fuldt udlejet ejendom til markedsleje,

samt de årlige omkostninger til administration, vedligeholdelse, og øvrige omkostninger er gennemsnitlige. I normalindtjeningsmodellens fase 1 og 2 tages der ikke højde for særlige regulering, hvilket der korrigeres for i fase 3 i forbindelse med den endelige værdiansættelse.

Herunder skitseres særlige forhold, som bør overvejes i forbindelse med den endelige værdiansættelse:

Særlige forhold er væsentligst:

1. Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer
2. Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
3. Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
4. Fradrag for udgifter til klargøring af uudlejede lokaler
5. Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger
6. Tillæg for byggeretter

Figur 9.3: Særlige forhold⁴⁵

Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer

Lejeindtægterne er opgjort med den forudsætning, at ejendommen er fuldt udlejet til markedslejen. Da værdiansættelsen af ejendommen skal give udtryk for ejendommens værdi i det aktuelle marked, skal der korrigeres for tab af lejeindtægter ved tomgang, samt for forskellen mellem markedslejen og den reelle lejeindtægt.

Opgørelse af tab på lejeindtægter ved tomgang opgøres fra opgørelsestidspunktet og til det tidspunkt lejemålet forventes genudlejet. Det er selvfølgelig svært at vurdere hvor lang tomgangsperioden er på de enkelte lejemål. Det bør vurderes ud fra tidligere erfaring eller ud fra eksterne erfaring på den enkelte lejemåls type.

Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje

Reguleringen af markedslejen blev indregnet i modellens fase 1. Opgørelsen af værdien indeholder også et tidsperspektiv, som skal vurderes, hvor lang tid der går fra opgørelsestidspunktet til at der

⁴⁵ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 49

Værdiansættelse af investeringsejendomme

kan opnås fuld markedsleje. Det må antages, at denne faktor skal fastsættes ud fra vilkårene, der er aftalt i de aktuelle lejekontrakter.

Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder

Den aktuelle vedligeholdelsesstand på ejendommen har også betydning for værdiansættelsen af ejendommen. Såfremt der er større forestående vedligeholdelsesarbejder eller klargøringsudgifter af uudlejede arealer, skal der foretages fradrag for disse.

Skal der indenfor den nærmeste fremtid forestå en større renovering af ejendommen, det kunne være tag, vinduer, facade og installationer, skal der foretages fradrag for et beløb tilsvarende renoveringsentreprisen, såfremt denne ikke medfører stigning i lejeindtægten. Der foreligger ikke nogen nærmere definition for, hvordan nær fremtid opgøres. Har man på opgørelsestidspunktet besluttet, at ejendommen skal gennemgå renoveringen indenfor en tidshorizont på 1-5 år, og der samtidig er defineret, hvilken opgave der skal udføres, samt der kan udarbejdes et budget over opgaven, så er man så langt, at man bør tage fradrag for værdiansættelsen.

Fradrag for udgifter til klargøring af uudlejede lokaler

Kræver det istandsættelse eller omforandring af det uudlejede, for at det kan blive klar til udlejning igen, skal disse omkostninger naturligvis fradrages, hvilket er en selvfølge da lejeindtægterne fra arealerne er medtage fase 1. Giver istandsættelse eller omforandringen udslag i en højere markedsleje, skal det også indregnes under fase 1. Det er med til at bevirke, at der er sammenhæng med det udgiftsførte udgifter, der er afsat på lejemålet og de budgetterede lejeindtægter i det kommende regnskabsår. Samtidig skal opgørelsen have sammenhæng med punkt 1 i fase 3, som vedrører tab af lejeindtægter på ikke udlejede arealer. Der skal også i dette punkt indregnes tiden til istandsættelsen/omforandring og genudlejning af lejemålet. Samlet set skal investeringsejendommens værdiansættelse afspejle den vedligeholdelsesstand ejendommen skal have for at kunne udlejes fuldt ud til markedslejen.

Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger

Ved indgåelse af en lejekontrakt accepterer lejer at indbetale et depositum til ejer samt en forudbetaling. Beløbene er deponerede ved udlejer i hele lejemålets løbetid. Disse beløb vil give et renteafløb, som tilfalder udlejer, hvilket er med til at skabe værdi for udlejeren af

Værdiansættelse af investeringsejendomme

investeringsejendommen. Denne løbende renteindtægt har en værdi, der kan opgøres til den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige renteindtægter. Er der tale om en ubestemmelig løbetid, anses renteindtægten for at være en uendelig renteindtægtsrække. I den forbindelse hvor rentesatsen er den samme som diskonteringsrenten, vil værdien svare til de deponerede beløb, hvilket vil betyde, at disse beløb vil kunne tillægges.

Det er dog i de færreste tilfælde at indlånsrenten er den samme som diskonteringsfaktoren. Ser man på væsentligheden af dette forhold, så har det ikke den store betydning for den samlede værdiansættelse.

Tillæg for byggeretter

Det sidste forhold som skal medtages i værdiansættelsesprocessen er byggeretter. Dette vurderes at være en sjældenhed i praksis, men i det tilfælde der knytter sig en byggeret til en ejendom, skal det medtages i værdiansættelsen i det tilfælde, det giver mulighed for udvidelse af ejendommens kapacitet og derved mulighed for forøgelse af lejeindtægterne. Denne bør man forsøge at værdiansætte fra ledelsens eller en valuars skøn over, hvor meget en investor vil være villig til at betale for en sådan mulighed. Typisk vil der blive taget udgangspunkt i det fremtidige lejepotentiale, der vil være for ubenyttede arealer.

Afslutning på normalindtjeningsmodellen

Der er nu blevet gennemgået de væsentligste forhold, som bør overvejes og inddrages i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme. Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i et normalindtjeningsår, som stiller store krav til, at de oplysninger, som skal anvendes til værdiansættelsen er så korrekte som muligt, for ikke at danne væsentlige fejlskøn af ejendommens dagsværdi.

9.1.2 Praktisk eksempel ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen

Efter gennemgang af elementerne i normalindtjeningsmodellen vil jeg nedenfor illustrere en taleeksempel på værdiansættelse efter denne model:

Eksempel på værdiansættelse af investeringsejendom ved normalindtjeningsmodellen	
	Budget 2012 t.kr.
Fase I	
Indtægter	
Årlig lejeindtægt	10.000
Regulering til markedsleje	1.200
Skønnet årlig markedsleje udlejede arealer	500
Indtægter i alt	11.700
Omkostninger	
Driftsomkostninger	3.000
Gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger	2.000
Administrationsomkostninger	200
Omkostninger i alt	5.200
Driftsafkast	6.500
Fase II	
Forrentningskrav	8%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	81.250
Fase III	
Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer	-500
Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje	-1.200
Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder	-5.000
Fradrag for udgifter til klargøring af udlejede lokaler	-1.000
Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita	1.000
Beregnet markedsværdi	74.550

Figur 9.4: Anvendelse normalindtjeningsmodellen⁴⁶

Forudsætningen for den opgjorte markedsværdi er, at det er et normalindtjeningsår, der er anvendt, da det er, som tidligere nævnt, hvad normalindtjeningsmodellen anvender, samtidig er forrentningskravet påvirket af den samfundsmæssige lavkonjunktur, således forrentningskravet er vurderet højere end ved et normalt marked.

⁴⁶ Egen fremstillet

9.1.3 Vurdering af normalindtjeningsmodellen

Jeg vil i dette afsnit, prøve at vurdere normalindtjeningsmodellen som beregningsmodel til opnåelse af det retvisende billede ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Min vurdering er, at normalindtjeningsmodellen er en forholdsvis enkel og overskuelig model at anvende til værdiansættelse af investeringsejendomme. Det begrundes med, at det er en kort periode, der skal indsamles og vurderes datagrundlag for. Derfor er modellen forbundet med forholdsvis lave omkostninger i forbindelse med anvendelse af denne.

Normalindtjeningsmodellen anvender forudsætning om et konstant driftsafkast, hvor dagsværdien er baseret på et enkelt indtjeningsår. Det er derfor min vurdering, at der ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen er større sandsynlighed for, at man begår fejlbehæftede skøn, da det er en meget kort periode, der vurderes datagrundlag for, ved fastlægge af et konstant driftsafkast. Der stilles derfor meget høje krav til det datagrundlag, man skal vurdere ud fra. Der er således ikke indregnet risikoforhold i driftsafkastet, hvorfor modellen ikke har nogen form for fleksibilitet forbundet med fastlæggelsen af driftsafkastet. Risikoforholdene er kun indarbejdet i forrentningskravet.

Det retvisende billede bygger på et kvalitetshierarki, som det er beskrevet i kapitel 8. I forbindelse med måling af investeringsejendomme, mener jeg, at man får en langt højere grad af relevans og dermed nytteværdi for regnskabsbrugerne ved anvendelse af dagsværdimetoden frem for kostprismetoden. Ved sammenligning af kostpris og dagsværdi, vælges den metode som giver regnskabsbrugerne den største nytteværdi ved at kombinere egenskaberne relevans og pålidelighed. I den sammenhæng er det min klare overbevisning, at dagsværdimetoden er den, der giver den største nytteværdi for regnskabsbrugerne, hvilket begrundes ud fra tidligere konklusioner i specialet.

Ud fra ovenstående at dagsværdimetoden bør anvendes, er det min vurdering, at normalindtjeningsmodellen, som anvendes til opgørelse af dagsværdi, opfylder den primære egenskab relevans, så længe modellen anvendes retmæssig i forbindelse med at opgøre dagsværdier, der afspejler, de markerede ejendommene befinder sig på gennem pålideligt datagrundlag.

Normalindtjeningsmodellen anvender kun et års driftsafkast til fastlæggelse af dagsværdien, som tidligere er beskrevet. Det er med at begrænse modellen for eventuelle ændringer i driftsafkastet i fremtiden. I et sådan tilfælde vil det mindske pålidelighed af dagsværdier opgjort ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen. Har man derimod en forventning om, at der i fremtiden vil være et forholdsvis konstant driftsafkast, vil det ikke påvirke pålideligheden. Det er dog ikke realistisk, at en ejendom hviler i sig selv i hele levetiden. Der vil på et eller andet tidspunkt komme nogen større renovering og forbedring, der ligger over de almindelig vedligeholdelsesomkostninger, der skal udføres for at bevare ejendommens nuværende forfatning. I normalindtjeningsmodellens fase 3 skal fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelsesarbejde blot håndteres så korrekt som muligt. I det omfang at virksomheden får henlagt til renoveringsomkostninger, således de svarer til de reelle renoveringsomkostninger, der udføres arbejde for, vil modellen kunne håndtere det i relation til den endelige værdiansættelse. Er situationen derimod omvendt, er det muligt, at denne post kan udvise misvisende udvikling i ejendommens beregnede dagsværdi.

Pålideligt datagrundlag

Relevans kriteriet vil i de fleste tilfælde ikke være tilstrækkeligt opfyldt ved anvendelse af kostprismetoden, hvilket betyder, at dagsværdimetoden er at foretrække, forudsat at pålideligheden i høj grad bibeholdes.

Pålidelighed er en betydningsfuld faktor for opgørelse af beregningsgrundlaget for ejendommens dagsværdi, da investeringsejendomme typisk er langt den største post i balancen, samt at reguleringerne til dagsværdi i resultatopgørelsen også kan have stor indflydelse på årsrapporten.

Som tidligere nævnte er formålet med anvendelse af dagsværdimetoden, at målingen af investeringsejendommene i årsrapporten afspejler ejendomsmarkedet, samt at værdien af investeringsejendommene giver et retvisende billede i årsrapporten, herunder med henblik på udvikling og afkast.

Datagrundlaget der anvendes til værdiansættelsesberegningen, skal være pålideligt i forhold til den udvikling ejendomsmarkedet er præget af. Det handler derfor ikke kun om at fremskrive sidste års realiserede driftsafkast samt en justering af forrentningskravet i forhold til markedsrenten. Da ejendomsmarkedet udvikler sig løbende, skal datagrundlaget derfor bære præg af denne udvikling.

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Der skal således være fokus på ejendomsmarkedets udvikling, inden de regnskabsmæssige skøn fastlægges og indarbejdes i værdiberegningerne.

Ved fastsættelse af driftsafkastet i normalindtjeningsmodellen skal der anvendes budget for det kommende driftsår. Det er min vurdering, at datagrundlaget må betragtes at have en høj grad af pålidelighed, da man både kan anvende ejendommens historiske drift, samt ejendommens forventede drift for det kommende år, når der er tale om fastlægges for et normalår. I modellens fase 1 er det regulering til markedsleje samt lejeindtægt på uudlejede arealer, der er behæftet med størst usikkerhed ved fastsættelse af værdien heraf. Har man indblik i markedssituationen, bør det også være muligt at opgøre markedslejen pålideligt. Det er vigtigt, at man forholder sig neutralt til markedslejen, uanset hvad virksomhedens lejeindtægt er, da formålet med værdiansættelsen er at opgøre ejendommens dagsværdi i forhold til investors gennemsnitlige synspunkt og ikke virksomhedens ege synspunkt. Dette skal være med til at opretholde en høj grad af pålidelighed.

Modellens 2. fase er fastsættelse af forrentningskravet. Forrentningskravet fastsættes ud fra en række specifikke vilkår omkring den enkelte ejendom ud over de generelle markedsvilkår, som er rente, inflation og konjunktur. Der kan være forbundet stor usikkerhed omkring opgørelsen af et pålideligt forrentningskrav, da det kommer an på at omsætte nogle krav til et forrentningskrav. Er virksomheden god til at registrere, kan disse registreringer være med til at understøtte de foretagne skøn.

Udover beregning/fastlæggelse af forrentningskravet er det også muligt at opsøge aktuel brancheinformation for derved at sikre konsistent mellem virksomhedens forrentningskrav og markedets faktiske forrentningsniveau. Der er flere undersøgelser, som kan anvendes til at sikre konsistens i denne sammenhæng.

Afrunding på vurdering af normalindtjeningsmodellen

Har man et verificerbart og neutralt datagrundlag, der kan understøtte budgettet og argumentere for de foretagne skøn og vurderinger af markedet, så har man opfyldt de væsentligste kriterier, der skal til for at opnå en væsentlig grad af pålidelighed i dagsværdiberegningerne. Der skal i virksomheden udarbejdes et pålideligt beregningsgrundlag, hvor der tages hensyn til nytte > omkostninger, der er med til at understøtte normalindtjeningsmodellens opgørelse af relevante og pålidelige dagsværdier,

som er væsentlig for regnskabsbrugerne. Formår virksomheden ikke at opgøre pålidelige dagsværdier med normalindtjeningsmodellen, og dermed ikke opfylder kvalitetshierarkiets tærskelværdier, bør man ikke anvende denne model til opgørelse af dagsværdier, også selvom virksomhedens ejendomme er af den type ejendomme, som i høj grad er stabiliserede. Er dette tilfældet, må der findes en alternativ model til måling af dagsværdien på investeringsejendomme.

Min vurdering af normalindtjeningsmodellen er, at modellen i langt de fleste tilfælde kan opfylde kvalitetskravene i kvalitetshierarkiet, og derigennem udviser det retvisende billede af virksomhedens investeringsejendomme. Her tænkes der specielt på ejendomme med forholdsvis konstant driftsafkast. Her vil normalindtjeningsmodellen være særlige anvendelig til at opnå en høj grad af relevans uden at gå på tilsvarende kompromis med pålideligheden, for derved samlet at opnå det retvisende billede.

9.2 Beskrivelse af Discounted cash flow modellen (DCF) ⁴⁷

Et alternativ til normalindtjeningsmodellen er DCF-modellen. Normalindtjeningsmodellen er, som tidligere nævnt, baseret på normalindtjeningen for det kommende regnskabsår, med udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast for den kommende driftsår samt i et afkastkrav, som er fastsat på baggrund af vurderede risikoforhold ved ejendommen og der til den generelle udvikling i markedsrenten og konjunktoren. Derudover reguleres der for eventuelle særlige forhold ved de enkelte ejendomme.

Traditionelt for værdiansættelse af investeringsejendomme i Danmark er det sket med udgangspunkt i normalindtjeningsmodellen. Grundet den stigende internationalisering har DCF-modellen vundet mere frem i Danmark, samtidig giver det den informationsmæssige fordel at følge ejendommens betalingsstrømme over tid. Erhvervsmæglerne anvender oftest DCF-modellen til værdiansættelse af erhvervsejendomme, hvor der er mere ustabile pengestrømme.⁴⁸

⁴⁷ Ejendomsforening Danmark og RICS Nordic – Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen – side 22-37

⁴⁸ I henhold til interview med Mattias Manstrup – Nybolig Erhverv

Beregningerne i DCF-modellen kan opdels i følgende trin⁴⁹:

- Trin 1: Bestemmelse af pengestrømmen i budgetperioden
- Trin 2: Fastlæggelse af diskonteringsfaktor (afkastkrav)
- Trin 3: Tilbagediskontering af pengestrømmen fra budgetperioden til i dag
- Trin 4: Bestemmelse af terminalværdien
- Trin 5: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag
- Trin 6: Bestemmelse af investeringsejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

9.2.1 Trin 1: Bestemmelse af pengestrømmen i budgetperioden

DCF-modellen tager udgangspunkt i det forventede frie pengestrømme fra ejendommens drift tilbagediskonteret med en nominal diskonteringsrente. Denne model anvender typisk en

budgetperiode på 5 – 10 år, hvor de forventede fremtidige pengestrømme vurderes i de enkelte år.⁵⁰

Der foretages en detaljeret budgettering af de forventede pengestrømme for ejendommen. De forventede fremtidige pengestrømme er et udtryk for de forventede ind- og udbetalinger for den en given periode, der typisk sker for et helt år, men kan også opdeles i mindre perioder.

Ses der overordnet på en investeringsejendoms samlede pengestrømme, også kaldet de frie pengestrømme, kan disse også beregnes som summen af følgende poster:

- Pengestrømme fra drift
- Pengestrømme fra investeringer
- Pengestrømme fra finansiering

Det bør dog kun være de frie pengestrømme, som genereres af investeringsejendommens drift og investeringer. Der bør derfor ses bort fra pengestrømme, som er genereret fra finansiering, da pengestrømme fra finansiering kan være vidt forskellige imellem regnskabsbrugerne, alt efter hvilke finansielle muligheder den enkelte regnskabsbruger har.

⁴⁹ Inspirationskilde: Ejendomsforening Danmark – Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen – side 7

⁵⁰ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 54

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Pengestrømme fra drift

Pengestrømme fra investeringsejendommens drift er nettoresultatet af både indtægter og omkostninger. Det er indtægter og omkostninger, der hæfter sig til den ordinære og ekstraordinære drift. Det vedrører lejeindtægter og andre indtægter, der knytter sig til den fysiske ejendom, herefter fratrækkes de omkostninger, som ikke er lejerbetalte omkostninger. Det er driftsomkostninger, der er en andel af skatter og afgifter, el, varme, renholdelse, forsikringer, vedligeholdelse, administration, vicevært m.m., som ikke er lejerbetalt.

Pengestrømme fra investeringer

Disse pengestrømme er nettoresultatet af indtægter fra tidligere foretagne investeringer, som der er forventninger om, at de kan indbringe et forbedret nettodriftsresultat for ejendommen. Det er gennemførte særindretninger eller nye investeringer, der er tale om i dette punkt.

Pengestrømme fra finansiering

Det er pengestrømme fra summen af indtægter og omkostninger, der knytter sig til finansieringen af investeringsejendommen. Da der kan være stor forskel på, hvilken finansieringsmuligheder den enkelte investor har, vil det give mindre gennemsigthed af investeringsejendommens markedsværdi at medtage pengestrømme fra finansiering. Oftest er hovedregul at investeringsejendommens markedsværdi vurderes på kontant basis. Som tidligere beskrevet, bør denne del undlades ved opgørelse af de frie pengestrømme.

Det anbefales, at de frie pengestrømme opgøres for de enkelte år i budgetperioden, som vist nedenfor:

+	Lejeindtægter
-	Driftsomkostninger og administration
=	<u>Driftsresultat før renter og skat</u>
+/-	<u>Nettoinvesteringer</u>
=	<u>Frit cash flow</u>

Figur 9.5: Opgørelse det frie cash flow⁵¹

Længden på budgetperioden skal fastsættes, således f.eks. igangværende investeringer og deres effekt kan nå at blive indregnet inden budgetperioden udløber. Det betyder, at budgetperioden skal

⁵¹ KMPG – Ejendom & Entreprise – Investeringsejendomme – side 54

være så lang, at de frie pengestrømme i ejendommen er blevet stabile, hvilket vil sige, at vækstraten skal være tilsvarende den langsigtede inflation.

Nedenfor vil de enkelte poster i figur 9.5 blive behandlet.

Lejeindtægter

I forbindelse med budgetteringen forsøges de frie pengestrømme opgjort, hvor lejeindtægterne naturligvis er den væsentligste indtægtskilde. Derfor har lejeindtægterne også en væsentlig betydning for fastsættelsen af investeringsejendommens dagsværdi. Ledelsen har ansvaret for investeringsejendommens dagsværdi giver et retvisende billede. De har derfor til opgave at vurdere udviklingen i lejeindtægterne, hvor de bl.a. skal tage hensyn til de eksisterende lejekontrakter som forefindes på vurderingstidspunktet samt den generelle markedsudvikling. De forventede fremtidige lejeindtægter fastlægges hovedsageligt ud fra tidligere års erfaring, samt ud fra de betingelser der er indarbejdet i de eksisterende lejekontrakter.

Ledelsen skal også ved vurderingen af de fremtidige lejeindtægter tage højde for lejelovens § 47, hvor der er indlagt restriktioner, som er med til at begrænse mulighederne for huslejestigninger. Det er således kun muligt at lave huslejestigninger ved udskiftning i lejemålene, eller hvor lejemålene gennemgår en væsentlig forbedring, som er accepteret af lejer. Ved budgettering skal der således tages højde for planlagte forbedringer, der vil have indflydelse på de fremtidige lejeindtægter ved fastlæggelsen af lejen i budgetperioden. Stigningen i lejeindtægterne der opstår som følge af planlagte forbedringer skal således indregnes i budgettet for det år, hvor det forventes, at lejeindtægten kan hæves. Samtidig skal de planlagte forbedringsomkostninger indregnes i budgettet på det tidspunkt, hvor de forventes afholdt.

Udover ovenstående forhold skal ledelsen bl.a. også tage hensyn til prisudviklingen i markedet, som normalt er indarbejdet i lejekontrakten, samt andre forhold der kan forventes at påvirke lejeindtægten.

Ligeledes skal lejeindtægten reduceres for den forventede tomgangsleje, som der forventes at være i ejendommen.

Lejededposita skal ligesom i normalindtjeningsmodellen indregnes i DCF-modellen. Dette kan gøres på to forskellige måder. Deposita kan tillægges den beregnede dagsværdi for investeringsejendommen efter at de frie pengestrømme er fastlagt. Derudover kan forrentningen af deposita medtages under lejeindtægterne, og derved indgå i de frie pengestrømme.

Driftsomkostninger og administrationsomkostninger

I budgetperioden skal der også estimeres driftsomkostninger, som ledelsen vil skulle fastlægge på baggrund af historiske erfaringer samt ud fra fremtidige forventninger til den enkelte investeringsejendom. Eksempler på driftsomkostninger kan være vicevært, renovation, ejendomsskatter, forsikringer, forbrugsafgifter samt administrationsomkostninger. Nogle af disse driftsomkostninger kan være pålagt lejer at skal betale disse., hvilket dermed betyder, at disse ikke skal medtages i opgørelsen af de frie pengestrømme.

Derudover skal der i ledelsens fremtidsvurdering også indgå vedligeholdelsesomkostninger, som er planlagt for den enkelte ejendom, samt hvem der skal påtage sig vedligeholdelsen. Det kan være en fordeling mellem lejer og udlejer på både indvendig og udvendig vedligeholdelse. Oftest er det lejer der står for den indvendige vedligeholdelse, og udlejer der står for den udvendige vedligeholdelse.

Drifts- og administrationsomkostninger skal til sidst vurderes i forhold til de budgetterede lejeindtægter, herunder de anslåede tomgangsprocenter. Der skal samtidig inddrages betingelser vedrørende drifts- og vedligeholdelsesomkostninger fra lejekontrakterne, som er nævnt ovenfor. Normalt skal der være overensstemmelse mellem udviklingen i lejeindtægterne og drifts- og administrationsomkostningerne.

Nettoinvesteringer

Nettoinvesteringer er investeringer i forbedringer af ejendommene. Omkostninger der klassificeres som forbedringsomkostninger, og dermed bliver til nettoinvesteringer, er de renoveringsomkostninger, der ikke er udgiftsført under ejendommens driftsudgifter. Disse renoveringsomkostninger indregnes således her i modellen.

Efter gennemgangen af posterne i figur 9.5 er de frie pengestrømme før finansielle poster og skatter fundet. Grunden til at der ses bort fra finansielle poster og skatter er, at investorerne har forskellige forudsætninger i forbindelse med både finansiering af investeringsejendomme og betaling af skatter.

9.2.2 Trin 2: Fastlæggelse af diskonteringsfaktor (afkastkrav)

Diskonteringsfaktoren anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige forventede pengestrømme til nutidsværdien, altså år 0. Diskonteringsfaktoren er et udtryk for investors nominelle forrentningskrav til den investerede kapital. I det at DCF-modellen arbejder med en langsigtet budgetteringsperiode, hvor de fremtidige forventede pengestrømme indeholder inflation, skal der tages højde for inflation, når diskonteringsfaktoren skal fastlægges.

Til fastsættelse af diskonteringsfaktoren anbefales det at anvende CAPM⁵², der svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering, hvilket investeringsejendomme kan betegnes som. CAPM er et udtryk for sammenhængen mellem investorernes forventede afkast og markedsrisikoen, hvilket kan beskrives på følgende måde:⁵³

$$r_e = r_f + \underbrace{\beta[E(r_m) - r_f]}_{\text{risikopræmie}}$$

hvor

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

CAPM tager udgangspunkt i sammensætningen mellem afkastet af den enkelte ejendom og afkastet på markedet ud fra en antagelse omkring at investorerne kræver en form for merafst som kompensation for at påtage sig en risiko.⁵⁴

⁵² CAPM = Capital Asset Pricing Model

⁵³ Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 51

⁵⁴ Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 50

Den risikofrie rente

Renteniveauet har stor indflydelse for diskonteringsrenten, da den er med til at danne grundlaget for finansieringen af den pågældende investeringsejendom, samt for investorens alternative investeringsmuligheder.⁵⁵ Der bør være den sammenhæng, at afkastkravet som minimum bør give det samme afkast, som investoren kan få ved de alternative investeringsmuligheder.

Den risikofrie rente vil oftest blive fastsat ud fra renten på en 10-årig statsobligation. Sker der en stigning i renteniveauet, er det en mulighed for investoren at investere deres kapital i et alternativ til en højere rente, hvilket vil få diskonteringsrenten til at stige, da investeringen i ejendommen er blevet mere risikofyldt.

Risikopræmie

Risikopræmien er det tillæg, der kræves af investor for at investere i investeringsejendomme i forhold til at investere i risikofrie aktiver, som statsobligationer. I praksis findes der 3 metoder, der kan anvendes til estimering af risikopræmien, som er følgende:

1. En rundspørgetilgang (udvalgte investorer)
2. En historisk bagudskuende (ex-post)
3. En teoretisk fremadskuende (ex-ante)

Rundspørgetilgang

Ved anvendelse af en rundspørge hos udvalgte investorer, spørges et antal investorer om deres skøn over risikopræmien. Efterfølgende anvendes gennemsnittet af deres vurderinger som et estimat over risikopræmien. PriceWaterhouseCoopers (PWC) laver jævnligt sådanne brugerundersøgelser. Den seneste undersøgelse viser, at respondenterne anvender en markedsrisikopræmie i intervallet 4,0 % til 7,2 %, hvoraf 82 % af respondenterne anvender en markedsrisikopræmie på mellem 4,0 % og 5,0 %. Den gennemsnitlige markedsrisikopræmie for denne undersøgelse ligger derfor på 4,9 %.

⁵⁵ Ejendomsforening Danmark – Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen – side 12

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Hos respondenterne er der forskellige holdninger til, om markedsrisikopræmie er fundamental, eller om den er let påvirkelige af midlertidig udsving i aktiemarkedet. Grundlæggende er der tre forskellige opfattelser:⁵⁶

- At markedsrisikopræmien er en konstant faktor
- At markedsrisikopræmien skal øges for at afspejle den øgede usikkerhed i markedet
- At markedsrisikopræmien varierer konstant og beregnes implicit ud fra den nuværende prisfastsættelse i markedet, f.eks. P/E.

Størstedelen af respondenterne vurderer, at markedsrisikopræmien er en konstant faktor, som ikke øges grundet den finansielle krise.

Historisk bagudskuende

Den historiske tilgangsvinkel er ofte anvendt. Ved anvendelse af denne metode er det dog en forudsætning, at den forventede risikopræmie i dag ikke har ændret sig i forhold til den historiske risikopræmie, og samtidig skal den historiske risikopræmie svare til investorernes forventede risikopræmie. Der er derfor ikke stor sandsynlighed for, at den forventede risikopræmie i dag er den samme som den historiske opnåede risikopræmie, da det er muligt at investorernes risikovillighed har ændret sig, samtidig med at de økonomiske betingelser og den demografiske sammensætning ændre sig. Der er derfor formentlig ikke meget hold i at den forventede risikopræmie er sammenlignelig med den historiske risikopræmie.⁵⁷

Den historiske risikopræmie beregnes på baggrund af en given periode af historiske afkast og den risikofrie rente. Den historisk beregnede risikopræmie vil være lig med det gennemsnitlige merafkast, som en investering har givet i en bestemt periode i forhold til renten på en bestemt statsobligation.

Teoretisk fremadskuende

Den teoretiske fremadskuende tilgangsvinkel tager udgangspunkt i en given model, hvor risikopræmien estimeres ud fra de aktuelle markedskurser og forventninger til fremtiden.

⁵⁶ PWC – Prisfastsættelsen på aktiemarkedet 2010 – side 2

⁵⁷ Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 52

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Residualindkomstmodellen kan anvendes i dette tilfælde. Der stilles store krav til præcise estimater af markedets forventninger til de forventede fremtidige pengestrømme.

Estimering af Beta

For investeringer gælder det, at jo højere risikoen er, jo større er forventede afkast. Det samme er gældende for investeringsejendomme, for større risiko målt ved beta kompenseres ved tilsvarende større risikopræmie. Beta er et relativt risikomål, hvilket tolkes på følgende måde:⁵⁸

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Risikofaktorer⁵⁹

Investeringsejendomme er forbundet med mange risici, som der bør tages højde for i forbindelse med en værdiansættelse. Ved risiko forstås at der er en sandsynlighed for, at indtægter og omkostninger afviger negativt fra budgettet. Det betyder, at ved fastlæggelse af et budget med mange skøn og usikkerheder, er der behov for at indregne flere risici i diskonteringsrenten.

Overordnet kan risici ved investering i ejendomsrelaterede faktorer og makroøkonomiske faktorer skitseres på følgende måde:

	Diskonteringsrente	Pengestrømme
Ejendomsrelaterede faktorer		
Type af ejendom	x	
Beliggenhed	x	
Lejers bonitet	x	
Udbud og efterspørgsel	x	
Kontraktlængde	x	
Faktisk leje i forhold til markedslejen		x
Genudlejning og restværdi		x
Tomgang		x
Indretningsudgifter		x
Deposita		x
Udskudt vedligeholdelse		x
Makroøkonomiske faktorer		
BNP, beskæftigelse m.m.	x	
Inflation	x	x
Risikofri rente	x	

Figur 9.6: Risikofaktorer i DCF-modellen⁶⁰

⁵⁸ Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 53

⁵⁹ Ejendomsforening Danmark – Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen – side 11-12

⁶⁰ Ejendomsforening Danmark – Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen – side 11

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Ovenstående skema viser, at risici i DCF-modellen behandles i diskonteringsrenten eller i forbindelse med fastlæggelsen af pengestrømme.

Type af ejendom

Der er stor forskel på risici for investor samt diskonteringsrenten, om det er en boligejendom, butik, kontor eller andet erhverv, ejendommen skal anvendes til. Derudover har det også stor betydning, om det er en alsidig ejendom, som kan huse mange forskellige aktiviteter, eller om det er en specialindrettet ejendom, som kun egner sig til få aktiviteter.

Beliggenhed

Det har stor betydning, at en ejendom har en god beliggenhed i forhold til udlejnings- og genudlejningsmuligheder, hvilket der bør tages højde for i forbindelse med fastsættelsen af diskonteringsrenten. En investeringsejendom kan have god beliggenhed i forhold til infrastruktur, arbejdskraft, kunder og samarbejdspartnere. God beliggenhed kan være med til at øge driftsafkastet og pengestrømmene, da sikkerheden omkring udlejning og stigning i huslejepriserne er høj. Det har den betydning, at kravet til afkastet på investeringsejendommen vil være mindre.

Lejernes bonitet

Lejernes bonitet er et udtryk for lejernes betalingsevne nu og fremover, samt lejernes omdømme. Gode lejere har en tendens til at give udslag i lavere afkastkrav, da der er stor sikkerhed omkring pengestrømmene nu og fremover.

I det tilfælde hvor ejendommen har en god beliggenhed, har lejernes bonitet mindre betydning for afkastkravet i forhold til en ejendom med dårlig beliggenhed, da der er gode genudlejningsmuligheder, hvis lejemålet uventet ophører før tid.

Kontraktforhold

Alt efter hvilken type ejendom der er tale om, er det normalt, at der er indarbejdet en uopsigelighedsperiode i lejekontrakten for såvel lejer som udlejer. I de situationer hvor uopsigelighedsperioden er lang, har det en tendens til at medføre et lavere afkastkrav, da uopsigeligheden er med til at skabe sikkerhed omkring de fremtidige indtægter.

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Udbud og efterspørgsel

Udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet skal også med i overvejelserne, når diskonteringsrenten skal fastsættes. I de perioder hvor der er stort udbud af ejendomme, bør afkastkravet samtidig også være højere, da sandsynligheden for salg formindske. Modsat vil et marked med lavt udbud af ejendomme og med høj efterspørgsel medføre et lavere afkastkrav. Endvidere bør diskonteringsrenten tilpasses i forhold til udbuddet af specifikke typer ejendomme samt efterspørgslen på disse typer ejendomme.

BNP, beskæftigelse m.m.

Når perioder svinger mellem høj- og lavkonjunktur vil afkastkravet blive påvirket. Grunden hertil er, at der eksempelvis under højkonjunktur er større sikkerhed omkring husleje og udlejningsprocent, hvilket er med til at skabe større driftsafkast. I den pågældende situation vil afkastkravet være lavere under en højkonjunktur. Det omvendte er naturligvis gældende i forbindelse med lavkonjunktur.

Inflation

Inflation er et udtryk for ændringen i prisniveauet, hvilken også påvirkes af verdensøkonomien. Inflation er således med til at påvirke driftsafkastet i enten positiv og negativ retning, alt efter huslejestigningen er større eller mindre en markedsinflation. Den kan være negativ i den situation, hvor der er indarbejdet en øvre inflationsgrænse i lejekontrakten, som ligger under inflationsraten. Samtidig reguleres ejendommens driftsomkostninger med inflationsraten, og dermed forhøjes omkostningerne mere end huslejeindtægterne.

Det er dog helt naturligt at inflationen indgår i diskonteringsrenten, da den forventede inflation er indregnet i pengestrømmene.

Risikofri rente

Som tidligere beskrevet, har den risiko frie rente stor betydning for diskonteringsrenten, da det er den, som er investorernes alternative investeringsmulighed, samt det er den, som danner grundlag for finansieringen af en investeringsejendom.

De gennemgåede faktorer i trin 2, er disse som skal overvejes og indgå i fastsættelsen af diskonteringsfaktoren, som skal anvendes i forbindelse med tilbagediskontering budgetperioderne samt som en del af fastsættelsen af terminalværdi, og ved tilbagediskontering af terminalværdien.

9.2.3 Trin 3: Tilbagediskontering af pengestrømmen fra budgetperioden til i dag

Ovenfor nævnes der, at DCF-modellen anvender de fremtidige forventede pengestrømme fra ejendommens drift til at fastsætte ejendommens markedsværdi med. Det antages, at indtægter og driftsomkostninger på et givet tidspunkt i fremtiden er mindre værdi, end hvis de modtages i dag. Derfor bør der kompenseres for indtægter og driftsomkostninger modtaget i fremtiden, hvorfor ejendommens frie pengestrømme skal tilbagediskonteres med den diskonteringsfaktor, der fastlagt i afsnit 9.2.2, som giver udtryk investors nominelle forrentningskrav over perioden. Beregning af nutidsværdien kan illustreres med formlen nedenfor:

$$\text{Nutidsværdi}_{\text{Budgetteringsperiode}} = \frac{SFP_1}{(1+WACC)} + \frac{SFP_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{SFP_n}{(1+WACC)^n}$$

Ovenstående formel viser, at nutidsværdien beregnes ved, at de frie pengestrømme for det enkelte budgetår tilbagediskonteres til nutidsværdi, hvorefter nutidsværdien for de enkelte lægges sammen, og man får dermed den akkumulerede nutidsværdi af budgetperioden, som udgør den ene del af dagsværdi ved anvendelse af DCF-modellen.

9.2.4 Trin 4: Bestemmelse af terminalværdien

Terminalperioden er den efterfølgende periode efter budgetperioden, som er et udtryk for den forventede restlevetid på investeringsejendommen. Det antages, at de frie pengestrømme vil være konstante ved udløbet af budgetperioden, og dermed skal pengestrømmen i terminalåret være et udtryk for en gennemsnitlig værdi med en vækstrate svarende til den langsigtede inflation i de fremtidige år.

Fastsættelsen af terminalperioden er meget mere risikofyldt end fastsættelsen af budgetperioden, da det er en periode, som ligger meget længere ud i fremtiden, der skal behandles. Samtidig er det også mere risikofyldt, da terminalværdien oftest er den største værdi i forbindelse med fastsættelsen af dagsværdien for investeringsejendommen.

Denne del af DCF-modellen er stort set lig med normalindtjeningsmodellen, da det i terminalperioden antages, at de fremtidige pengestrømme vil være konstante. Forskellen er at DCF-modellen anvender de fremtidige pengestrømme, hvorimod normalindtjeningsmodellen anvender det fremtidige afkast.

For at understrege ligheden mellem DCF-modellen og normalindtjeningsmodellen er beregningen af terminalværdien i DCF-modellen sammenlignelig med værdiberegningen i normalindtjeningsmodellen. I normalindtjeningsmodellen antager man altid, at det første års nettodriftsresultat er stabiliseret, og det kan dermed kapitaliseres med det vurderede forrentningskrav. Ligheden kan også illustreres på følgende måde:

$$Ter\ min\ alværdi = \frac{SFP}{(WACC - v)}$$

SFP	=	Stabiliserede frie pengestrømme i det første år efter budgetperioden
WACC	=	Diskonteringsfaktoren
v	=	Forventet vækst i de frie pengestrømme (Inflation)

og

$$Ter\ min\ alværdi = \frac{SN}{F}$$

SN	=	Stabiliserede nettodriftsresultat
F	=	Forrentningskrav i terminalåret (WACC-v)

Figur 9.10: Formel for terminalværdien⁶¹

Når terminalværdien beregnes kapitaliseres de stabiliserede frie pengestrømme med det vurderede forrentningskrav i terminalåret.

⁶¹ Inspirationskilde: Ejendomsforening Danmark og RICS Nordic – Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen – side 28

9.2.6 Trin 5: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

Efter terminalværdien er beregnet, skal terminalværdien tilbagediskonteres til år 0 med diskonteringsfaktoren for det sidste år i budgetperioden, for derved at få nutidsværdien af terminalværdien. Ligningen kan illustreres ud fra nedenstående formel:

$$\text{Nutidsværdi}_{\text{Ter min alværdi}} = \frac{\text{Ter min alværdi}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

WACC = Diskonteringsfaktoren

n = Antal år i budgetteringsperioden

Figur 9.11: Formel for nutidsværdi af terminalværdi⁶²

Der kan godt være forskel på forrentningskravet i budgetperioden og forrentningskravet i terminalåret. Det kan ske i den situation, hvor der er indregnet nye investeringsomkostninger eller kontraktmæssige ændringer, der kan være med til at ændre ejendommens underliggende risiko. Det hænger sådan sammen, at hvis ejendommens underliggende risiko er blevet mindre, så bør forrentningskravet i terminalåret være lavere end i budgetperioden. Omvendt hvis ejendommens underliggende risiko er blevet større, bør forrentningskravet være højere i terminalåret end i budgetperioden.

Det er dog et krav, at der skal være stærke og konkrete argumenter før den underliggende risiko ændres på ejendommen, og det dermed giver forskel i forrentningskravet fra budgetperioden til terminalåret. Det kan være et investeringsbudget, der giver udtryk for at ejendommens karakter ændres, hvilket er med til at ændre den underliggende risiko for ejendommen.

9.2.7 Trin 6: Bestemmelse af investeringsejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Trin 6 er sidste trin i DCF-modellen, og er det trin, hvor den endelige dagsværdi af investeringsejendommen fastlægges. Dagsværdien af investeringsejendomme fastlægges ud fra de ovennævnte tilbagediskonterede frie pengestrømme fra de enkelte år i budgetperioden med tillæg af den tilbagediskonterede terminalværdi.

⁶² Inspirationskilde: Ejendomsforening Danmark og RICS Nordic – Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen – side 28

Værdiansættelse af investeringsejendomme

Formlen for fastlæggelse af dagsværdien på investeringsejendommen, ser ud som nedenfor:

$$\text{Dagsværdi} = \text{Nutidsværdi}_{\text{Budgetteringsperiode}} + \text{Nutidsværdi}_{\text{Ter min alværdi}}$$

hvor,

$$\text{Nutidsværdi}_{\text{Budgetteringsperiode}} = \frac{SFP_1}{(1+WACC)} + \frac{SFP_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{SFP_n}{(1+WACC)^n}$$

og

$$\text{Nutidsværdi}_{\text{Ter min alværdi}} = \frac{SFP_n}{(WACC - v) * (1+WACC)^n}$$

Figur 9.12: Beregnede dagsværdi ved DCF-modellen⁶³

Efter gennemgang af modellens 6 trin bør det vurderes, om hvorvidt den fremkomne dagsværdi er realistisk i forhold til markedet. I henhold til RVL 16.35 anbefales det også, at ledelsen indhenter ekstern assistance til fastsættelse af dagsværdierne, i det tilfælde at virksomheden ikke besidder de kompetencer, der skal til for at vurdere om dagsværdierne er realistiske og pålidelige, og dermed giver et retvisende billede af investeringsejendommenes dagsværdier.

⁶³ Inspirationskilde: Ejendomsforening Danmark og RICS Nordic – Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen

9.2.8 Praktisk eksempel ved anvendelse af DCF-modellen

Efter gennemgang af elementerne i DCF-modellen vil jeg nedenfor illustrere et taleeksempel på værdiansættelse efter denne model:

Eksempel på værdiansættelse af investeringsejendom ved DCF-modellen											Terminal- periode
T.kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Lejeindtægter	11.200	11.424	11.652	11.886	12.123	12.366	12.613	12.865	13.123	13.385	13.653
Andre indtægter	200	204	208	212	216	221	225	230	234	239	244
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lejeindtægter i alt	11.400	11.628	11.861	12.098	12.340	12.587	12.838	13.095	13.357	13.624	13.897
Omkostninger											
Driftsudgifter	2.650	2.703	2.757	2.812	2.868	2.926	2.984	3.044	3.105	3.167	3.230
Ejendomsskatter og afgifter	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Almindelig vedligeholdelse	1.900	1.938	1.977	2.016	2.057	2.098	2.140	2.183	2.226	2.271	2.316
Større vedligeholdelse	500	2.000	200	400	3.000	300	100	2.000	1.400	100	1.000
Indvendig vedligeholdelse	100	102	104	106	108	110	113	115	117	120	122
Administration	200	204	208	212	216	221	225	230	234	239	244
Omkostninger i alt	5.700	7.297	5.596	5.897	8.600	6.005	5.912	7.921	7.433	6.246	7.262
Driftsresultat	5.700	4.331	6.265	6.201	3.740	6.582	6.926	5.174	5.924	7.378	6.634
+/- nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	-10.000	-10.000	0	0	0	0
De frie pengestrømme	5.700	4.331	6.265	6.201	3.740	-3.418	-3.074	5.174	5.924	7.378	6.634
Nutidsværdi af de frie pengestrømme	5.278	3.713	4.973	4.558	2.545	-2.154	-1.793	2.795	2.964	3.417	51.217
Nominal diskonteringsfaktor	8%										
Inflation	2%										
Nutidsværdi af budgetteringsperioden	26.296										
Nutidsværdi af terminalværdien	51.217										
Dagsværdi af investeringsejendom	77.513										

Figur 9.13: Anvendelse DCF-modellen⁶⁴

Figuren kunne være et typisk eksempel på beregning af dagsværdi for en investeringsejendom ved anvendelse af DCF-modellen. Budgetperioden er en 10-årig periode, hvor de frie pengestrømme opgøres for det enkelte budgetår, som efterfølgende er tilbagediskonteres til nutidsværdi af de frie pengestrømme. Den samlede nutidsværdiens af de frie pengestrømme opgøres til t.kr. 26.296 ud fra

⁶⁴ Egen fremstillet

de i figuren givende forudsætninger. De frie pengestrømme for terminalperioden giver udtryk for de stabiliserede frie pengestrømme efter budgetperioden, hvor de stabiliserede frie pengestrømme fra terminalperioden er tilbagediskonteret til nutidsværdien af de stabiliserede frie pengestrømme, der er udtryk for nutidsværdien af terminalværdien, som opgøres til t.kr. 51.217. Som det også tidligere er beskrevet, så udgør terminalværdien oftest den største andel af dagsværdien, hvilket også her kan ses er tilfældet, da den totale dagsværdi er t.kr. 77.513. Det er derfor rigtig vigtigt, at terminalværdien opgøres korrekt.

9.2.9 Vurdering af DCF-modellen

Dette afsnit skal anvendes til at vurdere DCF-modellen som redskab til at måle dagsværdien på investeringsejendomme ud fra det retvisende billede. Derudover vil jeg komme ind på fordele og ulemper, der er ved anvendelse af DCF-modellen, samt se på hvilke situationer DCF-modellen vil være mest anvendelig.

Som jeg tidligere kom fra til, er det min overbevisning, at anvendelse af dagsværdimetoden opfylder kriterier for relevans bedre end kostprismetoden i forhold til regnskabsbrugerne. Derfor mener jeg også, at dagsværdier fremkommet ved anvendelse af DCF-modellen i tilstrækkelig grad afspejler de reelle markedsværdier af ejendommene. Det skal selvfølgelig også holdes op mod den anden primære egenskab, som er pålidelighed. Jeg vil derfor vurdere på, om den høje grad af relevans kan have betydet lavere pålidelighed i datagrundlaget. I det tilfældet, at pålideligheden er lavere, bliver det så opvejet af den høje grad af relevans, således at nytteværdien for regnskabsbrugerne samlet set optimeres.

Det er min vurdering, at DCF-modellen er bedst anvendelig i virksomheder, hvor det forventes, at investeringsejendommene gennemgår en udvikling, hvorfor det giver udsving i de fremtidige pengestrømme. Udviklingen på ejendomme kan være meget forskellig, både ejendom for ejendom, men også den enkelte ejendom i sig selv. Det skal forstås på den måde, at for én ejendom er det nødvendigt, at udføre forbedringsarbejder for at udnytte uudnyttet lejepotentiale, for derved at optimere ejendommens udlejningspotentiale. En anden ejendom skal der ske større vedligeholdelsesarbejder, for at opretholde en hvis standard overfor den nuværende lejer ud fra kontraktmæssige forhold, samt optimere mulighed for forlængelse af lejeperioden med den nuværende lejer. En tredje situation kan være en kombination af både større vedligeholdelsesarbejder og forbedringsarbejder over en årrække. Disse situationer kan DCF-

modellen håndtere, da modellen indeholder budgetperioden, hvor der tages højde for de usædvanlige pengestrømme, der er ved større vedligeholdelsesarbejder og forbedringsarbejder samt det fremtidige udfald af disse arbejder i henhold stigende lejeindtægter. Budgetperioden skal have en sådan længde, at pengestrømmene ejendommen genererer, bliver normaliserede, da de frie pengestrømme i terminalperioden skal være stabiliserede.

Omvendt mener jeg, at DCF-modellen ikke er særlig anvendelig for en ejendom, der har stabiliserede pengestrømme set i forhold til nytte $>$ omkostninger. Der vil være et for stort ressourceforbrug, ved at skulle udfylde en længere budgetperiode, som DCF-modellen indeholder, og det vil formentlig ikke give en større nytteværdi, i forhold til eksempelvis anvendelse af normalindtjeningsmodellen ved ejendomme med stabiliserede pengestrømme. Det kan derfor også diskuteres, om ejendommen bør skifte værdiansættelsesmodel efter endt budgetperiode, og pengestrømmene er blevet mere konstante. Jeg mener ikke, at der skal skiftes model, da det er strid med de grundlæggende kontinuitetsprincipper, da man ikke bare løbende kan skifte mellem de forskellige værdiansættelsesmodeller. En efterfølgende anvendelse af en anden værdiansættelsesmodel, må anses for værende praksisændring ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Der kan således være forbundet et stort ressourceforbrug ved praksisændring. DCF-modellen er dog også så fleksibel, at det er muligt at tilpasse budgetperioden ud fra, hvornår det vurderes, at de frie pengestrømme er stabiliserede. Det er medvirkende til, at ressourceforbruget bliver tilpasset, og modellen derved stadig opfylder tærskelværdien nytte $>$ omkostninger. Samtidig er det min vurdering, at selvom budgetperioden forkortes, må det stadig opretholde sammen relevans for regnskabsbrugerne i forhold til før, når de frie pengestrømme er stabiliserede. Det kan også ses ud fra nedenstående illustration, hvor man kan se, at relevanskriteriet opfyldes, selvom budgetperioden er forkortet.

Beregning af dagværdi på en investeringsejendom med stabiliserede frie pengestrømme for budgetperioder på 10 år og 3 år													
	Budgetperiode										Terminal året	Dagsværdi ejendom	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019			
SFP (10 år)	6.000	6.120	6.242	6.367	6.495	6.624	6.757	6.892	7.030	7.171	7.314		
SFP (3 år)	6.000	6.120	6.242								6.367		
Nutidsværdi SFP (10 år)	5.556	5.247	4.955	4.680	4.420	4.175	3.943	3.724	3.517	3.321	56.463	100.000	
Nutidsværdi SFP (3 år)	5.556	5.247	4.955								84.242	100.000	
Forrentningskravet (WACC):	8%												
Inflation:	2%												
Terminalværdiens andel af dagværdi ved 10 år:	56%												
Terminalværdiens andel af dagværdi ved 3 år:	84%												

Figur 9.12: Beregning af dagværdi for ejendom med stabiliserede frie pengestrømme med forskellige budgetperioder⁶⁵

Ovenstående figur viser, at man kommer frem til den samme dagsværdi på en investeringsejendom med forskellig længde budgetperioder ved en ejendom med konstante pengestrømme. Det betyder derfor, at ved en ejendom med stabiliserede frie pengestrømme, som ikke indeholder usædvanlige pengestrømme, er det ikke nødvendigt at anvende en budgetperiode på 10 år. Man kan sagtens anvende en kortere budgetperiode, og derved stadig beregne en dagsværdi, som afspejler markedet, og samtidig med reducerer ressourceforbruget, hvorfor tærskelværdien nytte > omkostninger bliver opfyldt. Det betyder, dermed også at det retvisende billede stadig er opfyldt.

En ulempe ved DCF-modellen er, at terminalværdien oftest er den største del beløbsmæssig ved beregning af dagsværdien, da denne værdi er beregnet ud fra de normaliserede frie pengestrømme. Det stiller derfor høje krav til det datagrundlag, der anvendes ved opgørelse af de frie pengestrømme i budgetperioden, da det er ud fra budgetperioden, man finder de normaliserede frie pengestrømme, som skal anvendes i terminalperioden.

Pålidelighed

Det er relevant at se på relevans og pålidelighed i sammenhæng, da det handler om at få den største nytteværdien i forbindelse med optimering af forholdet mellem relevans og pålidelighed. Disse to egenskaber kan ikke opgøres endeligt, da der er tale om kvalitative størrelser, der kan være meget

⁶⁵ Egen udviklet med inspiration fra DCF-modellen anvendt i praksis

svære at opgøre. Hvis det var muligt at opgøre pålidelighed og relevans, vil det alligevel være svært at sige noget generelt om størrelserne i forhold til DCF-modellen, da DCF-modellen er en fleksibel model, hvor det er muligt at variere i budgetperiodens længde. Med udgangspunkt i at DCF-modellen opfylder kriteriet for relevans, vil jeg forsøge at redegøre for, hvorvidt det er muligt med DCF-modellen at opnå værdi med tilstrækkelig pålidelighed til, at modellen ikke skal afvises.

For at opfylde pålidelighedsegenskaben i kvalitetshierarkiet i forbindelse med anvendelse af DCF-modellen, har det stor betydning, hvilken argumentation der ligger bag virksomhedens budgetterede frie pengestrømme. Den første del af budgetperiode bør være den del, der er mest pålidelig, da jeg mener, at ledelsen bør kunne udarbejde kvalificerede budgetter, og dermed i høj grad kunne argumentere for pålideligheden i denne periode. I den efterfølgende del af budgetperioden må pålideligheden forventes at falde, da de forventede pengestrømme længere ud i fremtiden må betragtes som værende behæftede med en større grad af usikkerhed, da denne periode indeholder en større grad af skøn. For at holde pålideligheden oppe i den sidste del af budgetperioden, kræver det at argumentationen for budgettallene i denne periode er helt i top, for at holde usikkerheden nede på et forholdsvis fornuftigt niveau.

Som jeg tidligere har beskrevet, er en af ulemperne ved DCF-modellen, at terminalværdien en forholdsvis stor andel af den beregnede dagsværdi. Taget i betragtning, at budgettering langt ude i fremtiden har en mindre grad af sikkerhed, og i den forbindelse giver et fald omkring pålideligheden, taler dette ikke for anvendelse af DCF-modellen. Det skal dog lige pointeres, at ser man ud fra figur 9.12, er terminalværdiens andel af dagsværdi mindre, jo længere budgetperioden er. Derudfra kunne man fristes til at sige, at man derfor bør anvende en lang budgetperiode, men det giver samtidig med en faldende pålidelighed at anvende en lang budgetperiode. Så selvom en kortere budgetperiode giver udtryk for en større terminalværdi, er budgettering af terminalværdien dermed også mere pålidelig, når man samtidig tager det tidligere beskrevne med i betragtningen, at jo længere budgetperioden er, jo mere forventes pålideligheden at falde, desto længere man kommer hen i budgetperioden.

I forbindelse med argumentation omkring DCF-modellen, bør der samtidig også være en beskrivelse om anvendelsen af modellen i sådan en grad, at det giver regnskabsbrugerne et bedre overblik over virksomhedens værdiansættelse. I beskrivelsen skal der også fremgå alle relevante

forhold, som tager hånd om den repræsentative gyldighed, samtidig med at neutralitetskriteriet skal opfyldes, i den forstand at budgettet ikke må indeholde urealistiske leje-, vedligeholdelses-, forbedringsforventninger m.m., der kan påvirke investorerne til træffe forkert beslutninger. Derfor mener jeg også, at neutralitetskriteriet har meget stor betydning for at opfylde pålidelhedsbegrebet.

Selvom der er mange skøn, der skal indarbejdes ved opgørelse af de frie pengestrømme, må det dog forventes, at de frie pengestrømme kan opgøres forholdsvis pålideligt. Det er straks noget andet, når man kommer til fastlæggelsen af forrentningskravet (WACC'en). I forbindelse med opgørelse af WACC'en anvendes der høj grad af skøn over de potentielle investorers forrentningskrav, og desto større andel af skøn der indgår, jo mere påvirkes pålideligheden i en nedadgående retning.

WACC'en er teoretisk et godt forrentningskrav, da der her tages højde for både forrentning af fremmedkapital og ejernes afkastkrav med risikotillæg. Til at opgøre ejernes afkastkrav kan man, som tidligere nævnt, anvende CAPM. Teoretisk er CAPM forholdsvis enkel at anvende, hvorimod i praksis, er den noget mere besværlig at anvende, da risikotillægget til ejernes forrentningskrav stadig er et skøn, som virksomheden skal foretage. Det må dog være rimelig ukompliceret at fastlægge en pålidelig forrentning af fremmedkapitalen. Er det muligt at finde markedets normale gennemsnitlige risikotillæg, kan virksomheden anvende denne som reference for derved at øge pålideligheden omkring det skønnede risikotillæg. Er det derimod ikke muligt, at fremskaffe disse informationer, bør der i årsrapporten indgå en verbal argumentation omkring forrentningskravet og forrentningskravets risikotillæg. Jeg mener dog, at selvom virksomheden anvender en reference til opgørelse af forrentningskravet, så bør der alligevel være en verbal argumentation omkring forrentningskravet i årsrapporten.

Afrunding på vurdering af DCF-modellen

DCF-modellen har sine fordele og ulemper, og er mere anvendelig for nogle virksomheder end for andre virksomheder. Det er en meget ressourcekrævende model, der kræver, at virksomheden er villig til at afsætte de nødvendige ressourcer, der skal til for at opnå tilstrækkelig pålidelighed. Ved anvendelse af DCF-modellen skal disse ressourcer anvendes til at fremskaffe datagrundlag, dokumentation og argumentation for de mange skøn, som modellen indeholder. Det er skøn omkring budgetteringsperioden, terminalperioden, inflation og afkastkravet fra ejerne.

Virksomheden bør derfor nøje overveje nytteværdien ved anvendelsen af DCF-modellen i forhold til omkostninger modellen påfører virksomheden.

Styrken ved DCF-modellen er budgetperioden, der kan tage højde for de usædvanlige frie pengestrømme. Samtidig er modellen fleksibel, da budgetperioden kan tilpasses investeringsejendomme med stabiliserede frie pengestrømme, hvor det ikke er nødvendig med en længerevarende budgetperiode.

Forstår virksomheden at anvende DCF-modellen korrekt til opgørelse af dagværdi for investeringsejendom, samtidig med at nytteværdien overstiger de omkostninger anvendelsen medfører, er det min holdning, at modellen opnår tilstrækkelig grad af pålidelighed, til at den kan anvendes som dagsværdimodel, hvor min vurdering også er, at de dagsværdier, som beregnes på baggrund af DCF-modellen giver et retvisende billede af investeringsejendomme i årsrapporten.

9.3 Sammenholdelse af værdiansættelsesmodeller

Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er to forskellige værdiansættelsesmodeller, der begge har til formål at værdiansætte investeringsejendomme til dagsværdi.

Min vurdering er, at normalindtjeningsmodellen er langt mere overskuelig at anvende i forhold til DCF-modellen, hvorimod DCF-modellen vurderes, at være mere korrekt teoretisk som værdiansættelsesmetode, men dog en mere kompleks model, der er mere ressourcekrævende.

De to modeller er forskellige på mange måde, men den største forskel lægger i, at normalindtjeningsmodellen arbejder med en tidshorisont på et forventet samt normaliseret driftsafkast for 1 år. DCF-modellen derimod opgør de frie pengestrømme for en periode op til 10 år samt den efterfølgende terminalperiode, som opgøres på baggrund af de stabiliserede frie pengestrømme. Derfor kan normalindtjeningsmodellens driftsafkast i grove træk sammenlignes med DCF-modellens terminalperiode, da disse begge beregnes ud fra normaliserede værdier. Derudover er der forskellighed omkring indregning af inflation i modellerne, da normalindtjeningsmodellen indregner inflation i afkastkravet. DCF-modellen indregner inflation i budgetteringsperioden gennem vækst, og det er først i terminalperioden, der tages højde for inflation i afkastkravet.

Gennem min analyse af henholdsvis normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er jeg kommet frem til den konklusion, at både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er anvendelig til at opgøre driftsafkastet for normalindtjeningsmodellen og de frie pengestrømme for DCF-modellen tilstrækkelig pålideligt. Den del af begge modellerne, der er forbundet med den største risiko, er opgørelsen af forrentningskravet, da det er forbundet mange skøn ud fra forskellige faktorer, som gør det meget vanskeligt at opgøre forrentningskravet pålideligt, som tidligere beskrevet.

Ud fra mine erfaringer er det min vurdering, at normalindtjeningsmodellen er den mest anvendte i danske virksomheder, hvilket har den fordel, at der er gode muligheder for at gennemføre sammenligninger med andre virksomheder med investeringsejendomme. Det er samtidig også min vurdering, at det er den model, som erhvervsmæglerne oftest anvender til værdiansættelse af investeringsejendomme dog mest på beboelsesejendomme⁶⁶. Det må dermed siges, at normalindtjeningsmodellen har gjort sig berettiget som værdiansættelsesmodel, hvilket også konkluderes i min analyse af normalindtjeningsmodellen. Det er min vurdering, at en af de væsentligste årsager til, at normalindtjeningsmodellen er blevet så udbredt, er, at det er en forholdsvis simpel model. Overskueligheden ved modellen er en fordel for både virksomheden og regnskabsbrugeren, hvorved det også giver mindre virksomheder muligheden for at anvende modellen, uden at det kræver et voldsomt stort ressourceforbrug.

Teoretisk set har normalindtjeningsmodellen en ulempe, at den kun anvender driftsafkast for et enkelt år, der samtidig anses for at være en uendelig betalingsrække, der tilbagediskonteres til nutidsværdi. Er det derfor en ejendom i udvikling, hvor der er udsving i de fremtidige driftsafkast, vil pålideligheden blive væsentlig forringet, da dette udsving ikke indarbejdes i modellen. Det skal dog siges, at normalindtjeningsmodellen reguleres for mange forhold efter tilbagediskontering af driftsafkastet, hvorfor det derfor stadig er muligt, at modellen udviser et retvisende billede for ejendomme med svingende driftsafkast. I og med at normalindtjeningsmodellen er så uforandret ved anvendelse af kun et 1-årig driftsafkast, så har opgørelsen af det normaliserede driftsafkast stor betydning for, at modellen kan give udtryk for en pålidelig dagsværdi.

⁶⁶ I henhold til Mattias Manstrup – Nybolig Erhverv

Konklusionen omkring normalindtjeningsmodellen er, at modellen har størst anvendelse i det tilfælde, hvor ejendommen, som skal værdiansættes, har et konstant driftsafkast, og der dermed ikke er forventninger om udsving i det fremtidige driftsafkast for ejendommen.

Min vurdering er, at DCF-modellen er et mere korrekt teoretisk model. DCF-modellen anvender en budgetperiode, der tager højde for investeringsejendomme med usædvanlige frie pengestrømme, samt forventede fremtidige vedligeholdelses- og forbedringsopgaver kan indarbejdes i budgetperioden. Det kan derfor konkluderes, at DCF-modellen er mere fleksibel end normalindtjeningsmodellen, hvilket burde give udslag en højere grad af pålidelighed ved opgørelse af dagsværdier. Der er dog også nogle områder, som har påvirkning på beslutning om anvendelse af DFC-modellen, da den er langt mere ressourcekrævende end normalindtjeningsmodellen ud fra anvendelse af en længere budgetperiode, samt opgørelsen af WACC'en.

DCF-modellen har svagheder på visse punkter. Her kan der blandet andet nævnes, at den største andel ved beregning af dagsværdier ligger i terminalværdi. Det er en svaghed, da størstedelen af dagsværdier fastsættes ud fra stabiliserede pengestrømme, som kan ligge op til 10 år ud i fremtiden, dog stadig med mulighed for at tilpasse budgetperiode til en kortere periode, hvis det er relevant. Godt nok får terminalværdien en endnu større andel i dagsværdien, når budgetperioden forkortes, men ved en ejendom med stabiliserede frie pengestrømme, har det ingen betydning for opgørelse af dagsværdi, jf. figur 9.12. For DCF-modellen skal der hele tiden vurderes, om det forholdsvis høje ressourceforbrug kan give udslag i en højere grad af pålidelighed. Min vurdering omkring DCF-modellen er, at den har sine største kompetencer i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme, som gennemgår en udvikling, hvor ejendommen ikke har stabiliserede pengestrømme over en periode.

Ud fra gennemgangen af ovenstående om en investeringsejendom skal værdiansættes ved hjælp af normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen, vurderer jeg, at det afhænger af, hvilken slags ejendom, der er tale om. Normalindtjeningen er mest anvendelig for ejendomme med et normaliseret driftsafkast, hvorimod DCF-modellen er mest anvendelig for ejendomme, som gennemgår en udvikling over en årrække, og dermed ikke har stabiliserede pengestrømme før om nogen år. Det er en betragtning ud fra, at i forbindelse med værdiansættelse af

Værdiansættelse af investeringsejendomme

investeringsejendomme skal tærskelværdien nytte $>$ omkostninger i kvalitetshierarkiet opfyldes på optimal vis.

Grunden til at jeg vurderer, at DCF-modellen ikke har den store anvendelse ved en ejendom med normaliserede driftsafkast, er at den tilfører ikke større nytteværdi eller pålidelighed for regnskabsbrugerne set i forhold til anvendelse af normalindtjeningsmodellen, hvorfor det vil give udslag i ressourcespild at ved anvendelse DCF-modellen til denne type ejendomme. Derimod kan DCF-modellen komme til sin ret ved ejendomme under udvikling, da denne model tager højde for usædvanlige pengestrømme, hvorfor nytteværdien og pålideligheden øges, i forhold til at anvende normalindtjeningsmodellen til denne type ejendomme.

Det skal dermed siges, den ene værdiansættelsesmodel er ikke nødvendigvis mere rigtig end den anden, hvis man ser teoretisk på disse to modeller. Det er op til den enkelte virksomhed at vurdere, hvilken værdiansættelsesmodel er mest anvendelig for dem. Vælger en større virksomhed at anvende begge modeller til værdiansættelsesmodeller, ud fra den betragtning at de besidder ejendomme, hvor de er i en vidt forskellig udvikling, er det yderste vigtigt, at deres valg i høj grad bliver vel argumenteret, således der ikke på nogen måde sås tvivl omkring deres valg. Årsagen kan være, at virksomheden har mange ejendomme i deres portefølje. Der er ejendomme, som gennemgår en stor udvikling, samtidig er der ejendomme, som er normaliserede. Det er også en mulighed at teste værdiansættelsen af en ejendom ved at måle både ved normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, og derved sammenligne værdierne, for derefter at træffe beslutning om, hvilken model der skal anvendes for ejendommen i fremtiden ud fra dens nuværende status. En god idé er også, at man med jævne mellemrum anvender en valuarvurdering til at sammenligne værdierne med for virksomhedens ejendomme.

Min erfaring som tidligere revisor siger mig, at stort set alle virksomheder med investeringsejendomme i praksis benytter sig kun af en værdiansættelsesmodel til måling af investeringsejendomme. Nogle af disse virksomheder burde i realitet overveje, om de kunne drage fordel at kombinere anvendelsen af værdiansættelsesmodeller, forstået på den måde, at de anvender den ene model til en ejendom og den anden modellen model til en anden ejendom. Det skal ses ud fra den betragtning, at det kunne være med til at give mere retvisende værdiansættelser på de

Værdiansættelse af investeringsejendomme

enkelte investeringsejendomme, og derved opnå en optimal nytteværdi set i forhold til ressourceforbruget.

10 Fokus på værdiansættelsesmodellerne i et samfund med økonomiske konjunkturudsving

I forbindelse med finanskrisen har vi oplevet et konjunkturudsving fra den ene end af skalaen til den anden. Det har naturligvis også haft sin indvirkning på investeringsejendommens markedsværdier, og derfor er det også min vurdering, at det bør have indvirkning på værdiansættelsen af investeringsejendomme, når man oplever sådan en udvikling. Derfor vil jeg på kigge nærmere på, om det er noget normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen kan tage højde for i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme.

Normalindtjeningsmodellen tager, som tidligere beskrevet, udgangspunkt i et 1-årig normaliseret driftsafkast for en investeringsejendom. For ejendommens driftsafkast har konjunkturudsving i samfundet den betydning, at markedsløjen skal tilpasses til det niveau, som kan opnås under lavkonjunktur og højkonjunktur, da driftsafkast betegnes som værende normaliseret, og det er det afkast, man forventer ejendommen vil give i en status af normal drift.

Det har også betydning for fastsættelse af forrentningskravet, da det er fastsat ud fra mange skøn på forhold, som påvirkes af en finanskrisen. I og med at finanskrisen har givet udslag i et højere renteniveau, er det et forhold ved opgørelse af afkastkravet, man skal tage højde for, hvorfor finanskrisen har givet den påvirkning, at der i de fleste tilfælde er pålagt forrentningskravet et risikotillæg, således forrentningskravet afspejler investors forventning til forrentningskravet i en periode med lavkonjunktur. Det er dog klart, at det er alle forhold i fase 2 i normalindtjeningsmodellen, som bliver påvirket af finanskrisen. Det kræver, at man er meget omhyggelig omkring de skøn, der skal udføres i fase 2, og som skal danne grundlag for forrentningskravet.

Fase 3, som indeholder tillæg og fradrag i normalindtjeningsmodellen, kan der også være forhold, som påvirkes af finanskrisen. Man kunne sagtens forestille sig, at planlagte vedligeholdelsesarbejder kunne blive nødvendige at udsætte, til det er allermest nødvendigt at få udført arbejderne, hvorfor der vil være grundlag for fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder. Det kan være, at finansiering af vedligeholdelsesarbejdet ikke er muligt, hvorfor udskydelse af projektet er en nødvendighed.

Det må derfor konkluderes, at normalindtjeningsperioden kan tage højde for visse forhold omkring finanskrisen i fase 1, 2 og 3. Det kræver samtidig, at man er meget omhyggelig med sine skøn i specielt i fase 2, da det er en meget følsom fase, hvor fejlskøn kan have stor betydning for den beregnede dagsværdi, ud fra et forkert forrentningskrav.

DCF-modellen tager, som tidligere nævnt, udgangspunkt i en budgetperiode på op til 10 år, alt efter hvornår man forventer de frie pengestrømme er stabiliserede. Derefter skal terminalværdien fastlægges ud fra de stabiliserede forventede frie pengestrømme.

Allerede i DCF-modellens budgetperiode er det muligt, at indregne de udsving som finanskrisen har givet grundlag for. Det giver mulighed for i budgetperiode, at tage højde for beslutninger, som er truffet på grundlag af finanskrisen. Det kan være udskydelse af vedligeholdelses- og forbedringsarbejder. Man kan også tilpasse inflation, således den er tilpasset lavkonjunktur. Den tager højde for tomgang på lejemål, som er en mulighed, der kan opstå i forbindelse med en finanskrisen. Det skal dog siges, at budgetperioden bliver mere og mere vanskelig at skønne pålideligt, jo længere ud i fremtiden man skal skønne. Hvilket derfor også vanskeliggøre fastsættelse af terminalværdiens frie pengestrømme, da budgetperioden skal danne grundlag for terminalværdiens frie pengestrømme. Der stilles derfor ekstra store krav til de skøn, som virksomheden skal udføre, for stadig at kunne give pålidelige frie pengestrømme, specielt under lavkonjunktur, som man har oplevet under finanskrisen, da det er svært at spå om samfundsudviklingen i fremtiden ved lavkonjunktur.

Samtidig skal der også fastsættes en diskonteringsfaktor for DCF-modellen. Denne faktor er der også mange skøn forbundet med ligesom ved normalindtjeningsmodellen. Diskonteringsfaktor indeholder den risikofrie rente, som er udtryk for investorernes afkast ved alternativ investering af sin kapital. Samtidig gælder der også for diskonteringsfaktoren, at man tillægger en risikopræmie til den risikofrie rente. Risikopræmie, i forbindelse med en finanskrisen, vil være højere end i en højkonjunkturperiode. Da en højere risikopræmie skal afspejle, den højere risiko, der er forbundet med finanskrisen. Ved fastlæggelse af diskonteringsfaktoren er det også vigtigt, at man er ekstra fokuseret omkring de skøn, som skal foretages ved fastsættelsen af diskonteringsfaktoren, end normalt.

Terminalværdien i DCF-modellen kan sammenlignes med afkastkravet i normalindtjeningsmodellen. Det kan begrundes med, at terminalperioden tager udgangspunkt i de stabiliserede frie pengestrømme, mens afkastkravet tager udgangspunkt i et normaliseret driftsafkast. Terminalperioden påvirkes ikke direkte af lavkonjunktur, men den påvirkes indirekte, da det er med baggrund i budgetperioden at de frie pengestrømme i terminalperioden fastsættes, og da budgetperioden er blevet påvirket af lavkonjunktur, så er terminalværdien den vej igennem indirekte påvirket af finanskrisen.

Lavkonjunktoren påvirker også værdiansættelse af terminalværdien, da inflationen trækkes ud af forrentningskravet, og da inflationen må forventes at være lavere i forbindelse med lavkonjunktur, må det også give et højere forrentningskrav den vej rundt, hvilket selvsagt er med til at påvirke terminalværdien.

Jeg kan derfor konkludere, at der i DCF-modellen kan tages højde for lavkonjunktur ud fra fastlæggelse af budgetperioden og ved fastsættelse af diskonteringsfaktoren samt forrentningskravet i terminalværdien.

Min samlede vurdering omkring de to dagsværdimodeller er, at DCF-modellen er bedst til at håndtere udfordringerne, som finanskrisen har givet. Det begrundes med, at der er flere elementer ved DCF-modellen, som tager højde for finanskrisen. Budgetperioden kan tage højde for de usædvanlige pengestrømme, en lavkonjunktur kan give, hvilket afkastkravet ikke i samme omfang kan i normalindtjeningsmodellen. Derimod fastsættes diskonteringsfaktoren ud fra nogle samfundsmæssige, konjunkturbetingede og individuelle kvalitetsforhold. Forhold som er mindre håndgribelige, i forhold til budgettering i budgetperioden. Disse forhold kræver ekstra meget opmærksomhed, og det er meget vigtigt, da skønfejle kan have store konsekvenser for fastsættelse af dagsværdien på en ejendom. Det er min klare holdning, at finanskrisen har været med til at påvirke graden af pålidelighed i en negativ retning, da der er mange forhold, som er svære at lave pålidelige skøn omkring, hvorfor nytteværdien er blevet lavere på grund af finanskrisen har skabt store usikkerhed omkring investeringsejendommenes dagsværdier.

11 Konklusion

De værdibaserede regnskabsprincipper vinder mere og mere ind grundet den større fokus på virksomhedens total værdiudvikling, i forhold til de mere historiske transaktionsbaserede præsentationsteorier, der ikke fokuserer på de løbende værdiændringer af de foretagne investeringer.

De værdibaserede regnskabsprincipper har derfor også fået stor indflydelse på virksomheder med investeringsejendomme, for derved at kan vise udviklingen på en investeringsejendom. Den formueorienterede regnskabsteori har den betydning, at virksomheder med investeringsejendomme kan, i sine årsrapporter, give et mere retvisende billede af de løbende værdiændringer en investeringsejendom gennemløber. Det er med til at give et mere retvisende billede af virksomheden og dennes udvikling. Dette værdireguleringsprincip, der er indført i den danske regnskabsregulering siger, at indregning og måling af investeringsaktivitet til dagsværdi med løbende resultatførelse af reguleringer kan anvendes, hvis virksomhedens hovedaktivitet er investering.

Definitionen på en investeringsejendom er grunde og bygninger, der er købt eller opført med henblik på at opnå afkast ved løbende driftsoverskud eller fortjeneste ved salg. I henhold til ÅRL kan investeringsejendomme måles til både kostpris eller dagsværdi, hvilket også er tilfældet i henhold til IAS-reguleringen. ÅRL er en rammelov, som på dette område bliver udfyldt af enten RVL 10 og RVL 16. Hvor RVL 16 siger, at det er et krav at anvende dagsværdimetode til værdiansættelse af investeringsejendomme, hvilket betyder, at virksomheder med investeringsejendomme der aflægger regnskab efter de danske regnskabsreguleringer skal anvende dagsværdimetoden, medmindre investering ikke er hovedaktivitet. RVL 16 er dermed ikke ensrettet med ÅRL, hvor anvendelse af dagsværdimetoden er en mulighed. Det skal dog pointeres, at en virksomhed kun kan have en hovedaktivitet i henhold til fonsrådsafgørelse fra 2005.

Det at årsregnskabsloven giver mulighed for at vælge mellem kostprismetoden og dagsværdimetoden ved måling af investeringsejendomme for virksomheder med investering som hovedaktivitet, bør vel ses i forhold til årsregnskabslovens generalklausul det retvisende billede. Dette ses ud fra at en årsrapport skal give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling,

Konklusion

det er derfor, efter min vurdering, vigtigt at have det retvisende billede i baghoved, når man skal vælge værdiansættelsesmetode for investeringsejendomme. Ud fra min analyse af den regnskabsmæssige begrebsramme og kvalitetshierarkiet, er det min konklusion, at virksomheder bør anvende dagsværdimetoden til værdiansættelse af investeringsejendomme, da jeg mener, at denne metode i de fleste tilfælde giver et mere retvisende billede af den finansielle stilling for en ejendom med investeringsejendomme i forhold til kostprismetoden. Skal man se denne konklusion i forhold til årsregnskabslovens mulighed for valg mellem dagsværdi og kostpris, så har denne mulighed ikke den største betydning for valget af metode.

Ud fra ovenstående konklusion omkring at dagsværdimetoden giver et mere retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling end kostprismetoden, og virksomheden derfor skal anvende dagsværdimetoden, betyder det også, at der skal anvendes en dagsværdimodel til måling af investeringsejendommene. Ved valg af dagsværdimodel er det vigtigt, at valget af model skal udvise en højere grad af relevans uden at den reducerer graden af pålidelighed tilsvarende i forhold til kostprismetoden. Med opfyldelse af de to primære egenskaber, vil det give en større nytteværdien. Samtidig skal der fokuseres på tærskelværdien nytte > omkostninger, når der skal vælges dagsværdimodel. Grunden hertil er, at nytteværdien for regnskabsbrugerne som minimum skal stå mål med det anvendte ressourceforbrug.

Den danske regnskabsregulering giver en prioritetsrækkefølge for værdiansættelsesmodeller til opgørelse af dagsværdi. Med baggrund i min analyse af valg af værdiansættelsesmodeller, er det min konklusion, at virksomheder oftest anvender afkastbaserede dagsværdimodeller. I den forbindelse er de mest anvendte afkastbaserede dagsværdimodeller normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen.

Normalindtjeningsmodellen skeler sig ud, ved at den er baseret på et normaliserede 1-årigt driftsafkast, som anses for at være en uendelig betalingsrække. Det normaliserede driftsafkast er baseret på de forventede lejeindtægter med fradrag for de forventede gennemsnitlige drifts- og vedligeholdelsesomkostninger med den forudsætning, at ejendommen er fuldt udlejet til markedslejen. Efterfølgende skal afkastkravet opgøres, hvilket skal afspejle det forventede forrentningskrav bestående af den risikofrie rente med et risikotillæg for den enkelte ejendom.

Konklusion

Afslutningsvis skal den beregnede nutidsværdi korrigeres for eventuelle særlige forhold, inden man har den endelige dagsværdi for den enkelte ejendom.

DCF-modellen skeler sig ud, ved at denne model består af en budgetperiode og en terminalperiode. Budgetperioden opgøres ud fra årlige budgetter for de frie pengestrømme, en ejendom forventes at genere i en periode op til 10 år. Efterfølgende opgøres terminalværdien ud fra de stabiliserede frie pengestrømme for en 1-årig periode efter budgetperioden. Ligesom driftsafkastet ved normalindtjeningsmodellen, så anses de stabiliserede frie pengestrømme i terminalværdien for værende en uendelige betalingsrække efter budgetperioden, hvilket er et udtryk for ejendommens resterende forventede levetid. De opgjorte frie pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi ud fra en diskonteringsfaktor, der udgøres af det forventede forrentningskrav inklusiv inflation, også betegnet WACC'en.

Jeg vurderer, at både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen har berettigelse til at opgøre dagsværdi for investeringsejendomme. Anvendes modellerne korrekt, mener jeg, at værdiansættelse til dagsværdi for investeringsejendomme kan opgøres med tilstrækkelig pålidelighed til, at det kan give øget nytteværdi for regnskabsbrugere, da der er en væsentlig højere relevans i regnskabsinformationerne ved anvendelse af dagsværdimetoden i forhold til kostprismetoden.

Virksomhed med investeringsejendomme skal derfor tage stilling til hvilken dagsværdiansættelsesmodel, der passer bedst til opgørelse af dagsværdier til sin ejendomsportefølje. Dette skal besluttes ud fra hvilken model af normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen, der giver virksomheden mest nytteværdi i forhold til ressourceforbruget med fokus på kvalitetshierarkiets tærskelværdi nytte > omkostninger.

I forbindelse med min analyse af normalindtjeningsmodellen, er det min vurdering, at normalindtjeningsmodellen er bedst anvendelig for ejendomme, som har et normaliseret driftsafkast uden usædvanlige udsving. Hvorimod min vurdering af DCF-modellen er, at den er bedst anvendelig for ejendomme i udvikling, hvor der opstår usædvanlige pengestrømme, ud fra min analyse af DCF-modellen. Det er dog også muligt at tilpasse DCF-modellen, således den også kan anvendes for ejendomme med stabile frie pengestrømme gennem budgetperioden, hvor ved

Konklusion

ressourceforbruget kan reduceres ved at tilpasse budgetperioden, og derved kan nytteværdien opretholdes set i forhold til nytte > omkostninger.

Det er dog ikke nødvendigt at lave endegyldigt valgt af hvilken model, virksomhed skal anvende til opgørelse af dagsværdien. Virksomheden kan således vurdere hvilken model, der bedst for dem opfylder dagsværdikriteriet, og dermed giver bedst nytteværdi for regnskabsbrugerne. Står virksomheden i den situation, at de ejer en ejendomsportefølje, som både indeholder ejendomme under udvikling og ejendomme som er stabiliserede, kan det med fordel være en mulighed at anvendelse både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen til værdiansættelse af sine ejendomme. Forstået på den måde, at normalindtjeningsmodellen anvendes til opgørelse af dagsværdi for de stabiliserede ejendomme, og DCF-modellen anvendes til opgørelse af dagsværdi for ejendomme under udvikling.

Kigger man på værdiansættelsesmodellerne i forhold til finanskrisen, kan de begge på den ene eller anden måde indregne lavkonjunktur. Det er dog klart, at en lavkonjunktur som finanskrisen har givet, er med til at skabe usikkerhed i forbindelse med fastsættelse af dagsværdi for investeringsejendomme, da der er mange skøn, som skal foretages, hvor der er stor usikkerhed omkring. Det er dog stadig min vurdering, at dagsværdimetoden giver større nytteværdi for regnskabsbruger end anvendelse af kostprismetoden, da det ved dagsværdifastsættelse er mulighed for at tage højde forhold, der er påvirket af finanskrisen, selvom de foretagende skøn kan være behæftet med stor usikkerhed.

Min vurdering af dagsværdimodellerne er, at DCF-modellen er den bedste model til at håndtere en situation som finanskrisen. Det begrundes også ud fra min tidligere konklusion, omkring at DCF-modellen er bedst til at håndtere ejendomme, som er under udvikling, hvorimod normalindtjeningsmodellen er anvendelig ved stabiliserede ejendomme.

Min overordnede konklusion ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er, at de begge er anvendelige som værdiansættelsesmodeller. Hvilken der er den bedste model eller om en kombination er bedst, er op til den enkelte virksomhed at vurdere, ud fra hvilken ejendomsportefølje de råder over.

Konklusion

Da der ikke er noget endelig facit på en ejendomsværdi, findes der heller ikke en 100 % korrekt værdiansættelsesmodel. Ud fra mine erfaringer er det min vurdering at normalindtjeningsmodellen i praksis har været den mest anvendte model i virksomhederne indtil nu. Det er dog min vurdering, at i fremtiden vil DCF-modellen vinde meget mere frem, da jeg vurderer, at der er flere muligheder i denne model, fordi den er så fleksibel, som den er. Min vurdering bekræftes og så af, at erhvervsmæglerne anvender DCF-modellen i flere og flere situationer, da det også giver dem flere muligheder omkring argumentation over for både sælger og køber⁶⁷. Det jeg mener, har tilbageholdt brugen af DCF-modellen er manglende viden omkring modellen i virksomhederne, samt at den, som udgangspunkt, virker meget ressourcekrævende. Bliver der udbredt mere viden omkring DCF-modellen og dens muligheder, er jeg også sikker på, at den vil blive langt mere udbredt i fremtiden.

Afslutningsvis vil jeg dog sige, at virksomheden skal vælge den model eller kombination af modellerne, der i højest grad giver størst nytteværdi samt medfører opfyldelse af det retvisende billede i årsrapporten.

⁶⁷ I henhold til interview med Mattias Manstrup – Nybolig Erhverv

12 Litteraturliste

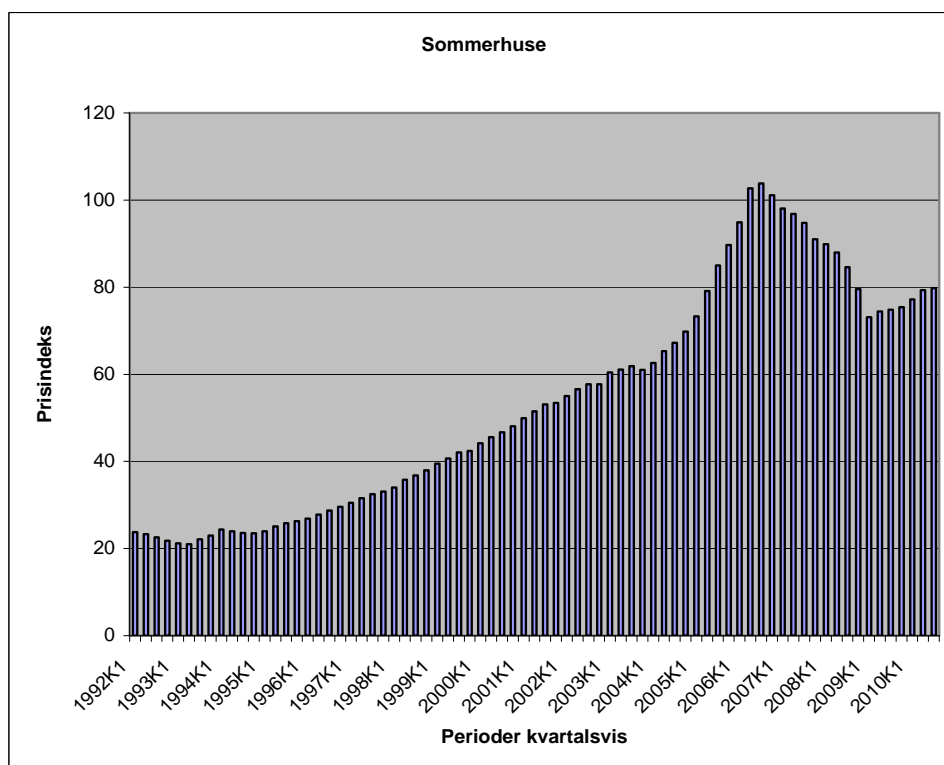
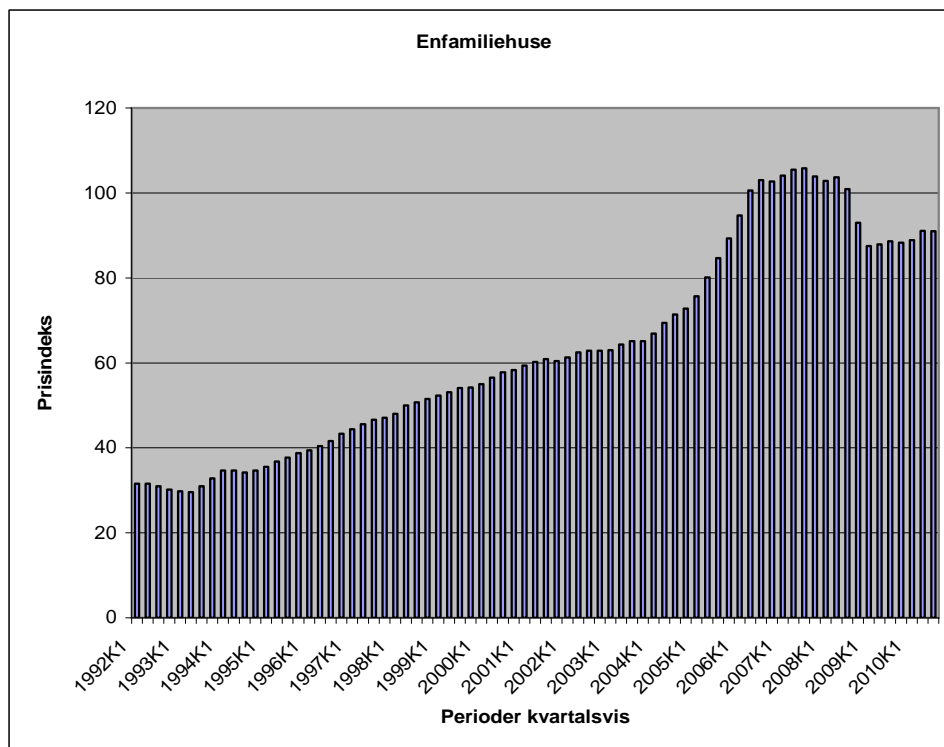
Forfatter	Titel	Forlag	Udgivelsesår
Bøger:			
Jens O Elling	Årsrapporten – teori og regulering	Gjellerup	2003
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang		2009
IASB	IFRS	IASCF	2007
Publikationer:			
Ejendomsforeningen Danmark og RICS Nordic	Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen	Ejendomsforeningen Danmark	2010
Ejendomsforeningen Danmark	Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen	Ejendomsforeningen Danmark	2006
KPMG – Ejendom og Entreprise	Investeringsejendomme	KPMG	2008
KPMG – Ejendom og Entreprise	Investeringsejendomme – Indregning, præsentation og måling i årsregnskabet	KMPG	2002
Deloitte	IFRS – Introduktion til de internationale regnskabsstandarder	Deloitte	2010
Artikler:			
PricewaterhouseCoopers	Prisfastsættelse på aktiemarkedet	Pricewaterhouse-Coopers	2010
Noter:			
Frank Thinggaard	Investeringsaktiviteter (Investeringsejendomme)		
Love og vejledninger:			
Årsregnskabsloven			
Aktieselskabsloven			
Lejeloven			
Boligreguleringsloven			
Danske regnskabsvejledninger			
Internationale regnskabsvejledninger			
Afgørelser:			
Fondbrådets afgørelse i 2. halvår af 2005 om indregning og måling af en koncerns ejendomme			

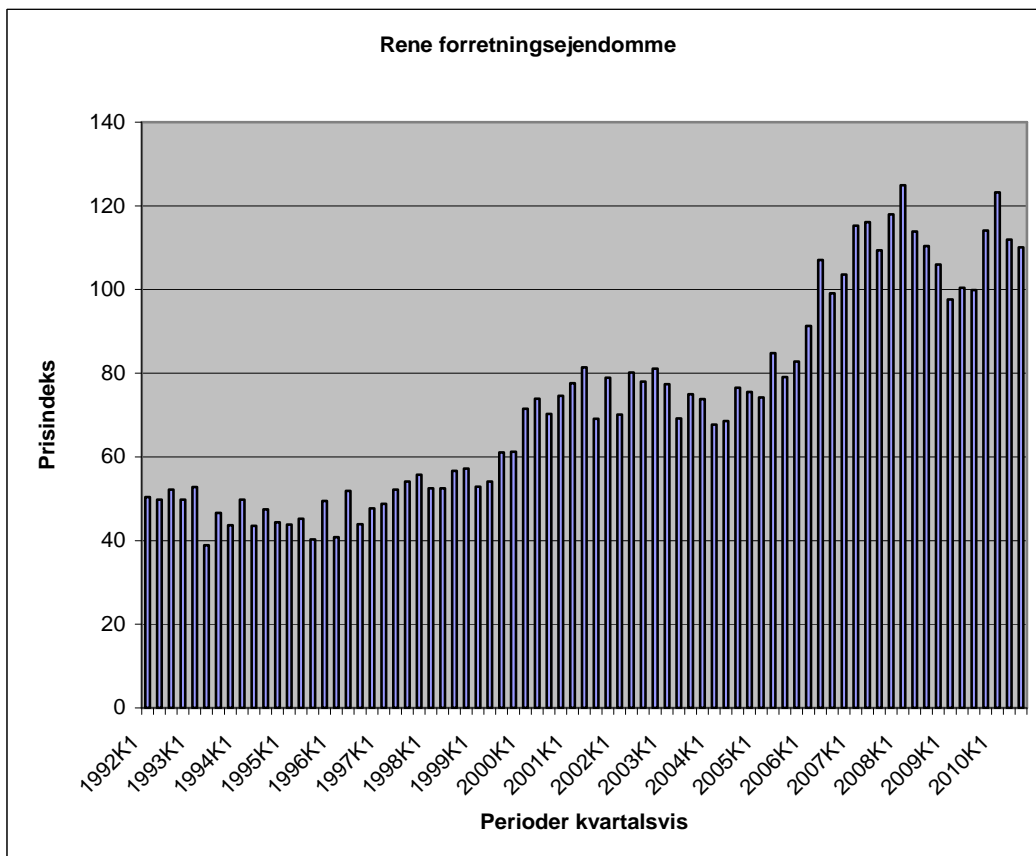
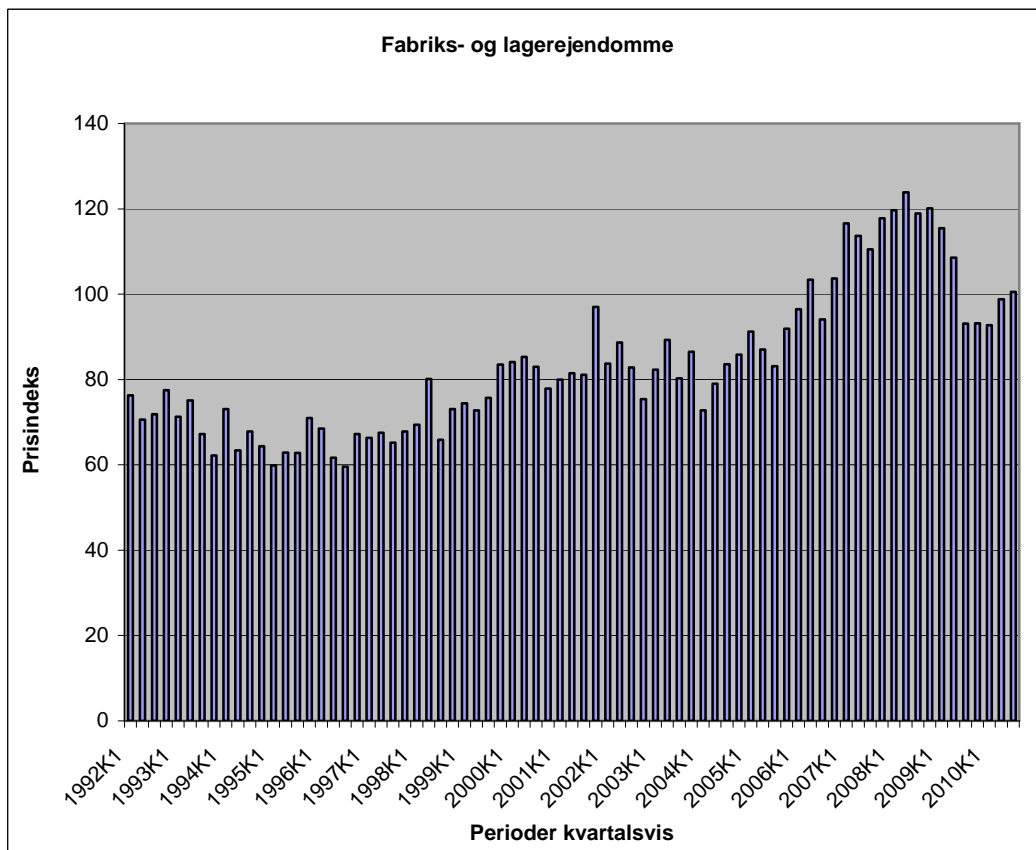
Litteraturliste

Forfatter	Titel	Forlag	Udgivelsesår
Interview: Nybolig Erhverv – Mattias Manstrup			2011
Hjemmesider: http://www.statistikbanken.dk/EJEN5 http://www.fondsraadet.dk http://www.retsinformation.dk			

13 Bilag

13.1 Prisindeks for ejendomssalg (2006=100) efter ejendomskategori og tid





13.2 Interview med Nybolig Erhverv, Aalborg (Mattias Manstrup)

Den grundlæggende holdning hos en erhvervsmægler er, at hvis man anvender normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen rigtigt, så skulle man gerne komme frem til den samme værdi, uanset, hvilken værdiansættelsesmodel man anvender. Når Nybolig Erhverv skal værdiansætte investeringsejendomme, vælger de værdiansættelsesmodel ud fra hvilken type ejendom, de skal værdiansætte.

Nybolig Erhverv vil typisk for en beboelsesejendom anvende normalindtjeningsmodellen med den begrundelse, at lejerne i en beboelsesejendom har en meget kort opsigelsesperiode, men samtidig står en lejlighed sjældent tom ret lang tid af gangen. Derfor har Nybolig Erhverv en forudsætning for beboelsesejendomme, at de faktisk er konstant udlejet, altså dermed sagt, at tomgang i beregningen er ikke eksisterende, og derfor er holdningen at beboelsesejendomme har et forholdsvis konstant driftsafkast.

Nybolig Erhverv vil anvende DCF-modellen ved værdiansættelse af erhvervsejendomme med den begrundelse, at den er mere detaljeret og tager højde for mange flere ting end normalindtjeningsmodellen. Her har det for dem stor betydning, hvor lang uopsigelighed der er på den eksisterende lejekontrakt, som ligger på ejendomme. Og så vil de typisk lave budgetperiodens længde, så den passer med uopsigeligheden på lejekontrakten, hvorfor budgetperioden godt kan blive længere end 10 år. Begrundelse er også, at man i DCF-modellen kan tage højde for vedligeholdelsesomkostninger ud i fremtidig, og der kigger man igen på lejekontrakten for at se, hvilke vedligeholdelsesomkostninger påhviler lejer i budgetperioden, som derefter finder frem til de vedligeholdelsesomkostninger, som skal medtages i budgetperioden. Samtidig er DCF-modellen også god som argumentationsgrundlag for erhvervsmæglerne, hvis de har en kunde, som har urimelig høj forventning til, hvad dagsværdien skal være på en investeringsejendom. Her kan de lægge DCF-modellen frem som argumentation for, at investeringsejendommen rent faktisk har en anden dagsværdi, end kundens forventning var til dagsværdien, specielt på baggrund af budgetperioden.

Det kunne også sagtens komme på tale, at de anvendte både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen for samme kunde, for derved at have et sammenligningsgrundlag. Og endda som kontrolredskab modellerne overfor hinanden. Eller i den forbindelse at det er mere relevant for den

ene ejendom at bruge en model til værdiansættelse, og for en anden ejendom at bruge den anden model til værdiansættelse.

En tredje model som de indimellem anvender, er opgørelse af substansværdien. Dvs. at de kan lave en forholdsvis hurtig værdiansættelse af eksempelvis beboelsesejendomme. Denne substansværdi bliver opgjort ud fra investorernes forventninger til, hvad de vil give pr. kvadratmeter for en beboelsesejendom i forskellige områder. Denne kvadratmeterpris bliver også vurderet ud fra, om der er tale om en ældre ejendom i normalvedligeholdelsesstand eller nyopførte ejendomme, og i hvilket område ejendommen befinder sig i.

Finanskrisen har selvfølgelig også påvirket Nybolig Erhvervs måde at arbejde på. De har været tvungen til at skulle være endnu dygtigere til at opgøre de skønnede værdi, som der ligger i både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. De har haft meget fokus på ikke at fastsætte nogen for lave afkastkrav. Derfor forhøjer de ofte risikotillæg i normalindtjeningsmodellen omkring afkastkravet i beboelsesejendomme. Ved erhvervsejendomme fokuseres der meget på anvendelsen af erhvervsejendommen efter endt uopsigelighedsperiode, hvor man efterfølgende typisk kan opsig lejemålet med 6 måneders varsel. Bliver lejemålet i ejendommen opsagt, hvad kan lejemålet så anvendes til og hvor stor sandsynlighed er der for at ejendommen får en længere tomgangsperiode. Det kan godt ske, at ejendommens dagsværdi siger en ting ud fra de kontraktmæssige forhold, men uden kontrakt kan værdien af ejendommen være en helt anden.

Finanskrisen har også gjort, at det ikke nødvendigvis kun er erhvervsmæglerne, som fastsætter værdier på investeringsejendommen. Når de har vurderet en ejendom, er det nu nødvendig for dem, at sammenligne sin vurdering med den vurdering kreditinstitutterne kommer med. Det er erhvervsmæglerne nød til, for at de kan have en forsvarlig værdi, som kan måle sig med den vurdering, som ejendommen bliver finansieret ud fra. Før finanskrisen var det faktisk kun erhvervsmæglerne, der lavede vurderingerne på ejendommene, nu er det også kreditinstitutterne, der udarbejder vurderinger, som de laver finansieringstilbud fra. Som Mattias Manstrup siger, så skal erhvervsmæglerne stå lige mellem både sælger og køber. Så derfor at det vigtigt, at de finder den korrekte værdi for sælgeren, som samtidig også har den rigtige værdi for køber ud fra en finansieringsmæssig betragtning. For både sælger og køber er kunder, som gerne skulle komme tilbage til Nybolig Erhverv i fremtiden.